



# Siam Wellness Group PCL

SPA TB Outperform

Target Price Bt 8.16

Price (22/03/2022) Bt 6.90

Upside % 18.22

Valuation DCF

Sector Services

Market Cap Btm 5,899

30-day avg turnover Btm 6.42

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

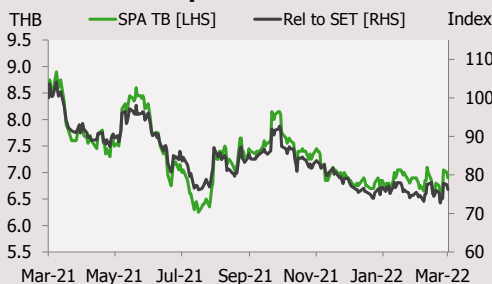
### Company Financials

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	-20.58	-38.46	30.95
P/BV (x)	6.56	9.54	14.46	9.86
EV/EBITDA (x)	515.83	99.5	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**

23 March 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## รายได้พิเศษจากการขายชุดตรวจ ATK

- ▶ ผู้บริหารประมาณการรายได้ปี 2565 ที่ 500-600 ลบ. หรือเติบโต 198-258% YoY ภายใต้สมมติฐานนักท่องเที่ยวต่างชาติเข้าที่ 6 ล้านคน
- ▶ SPA ได้เริ่มขายชุดตรวจ ATK สำหรับตรวจหาเชื้อโควิด-19 ตั้งแต่ปลายไตรมาส 4/2564 คาดว่าจะมีรายได้ 20 ลบ. ในไตรมาส 1/2565
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 8.16 บาท และคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวโดยคาดการณ์กำไรจะกลับมาอยู่ระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2567

## Investment Highlights

- ▶ **คาดการณ์รายได้ปี 2565 ที่ 500-600 ลบ.** จากสมมติฐานจำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2565 ที่ 6 ล้านคน โดยไม่นับรวมนักท่องเที่ยวชาวจีน SPA ประมาณการว่าจะมีรายได้ในปี 2565 ที่ประมาณ 500-600 ลบ. หรือเพิ่มขึ้น 198-258% YoY ในขณะเดียวกัน ส่วนแบ่งรายได้จากในประเทศอยู่ที่ 80% ของรายได้รวมหรือที่ประมาณ 400-480 ลบ. ซึ่งหมายความว่าส่วนแบ่งตลาดในประเทศเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัท รายงานรายได้ที่ 1.4 พันลบ. ในปี 2562 แบ่งเป็นสัดส่วนจากอุปสงค์ในประเทศที่ 25% หรือ 346 ลบ.
- ▶ **รายได้พิเศษจากการขายชุดตรวจ ATK** ด้วยน้ำลาย SPA เริ่มขายชุดตรวจ ATK สำหรับตรวจหาเชื้อโควิด-19 ตั้งแต่ปลายไตรมาส 4/2564 ซึ่งกำหนดเป้าหมายทั้งกลุ่ม B2B และ B2C ในขณะเดียวกัน ผู้บริหารคาดว่ารายได้จากการขายชุดตรวจโควิด-19 จะอยู่ที่ 20 ลบ. หรือประมาณ 26% ของรายได้ไตรมาส 4/2564 เรายังมองเชิงบวกต่อธุรกิจใหม่ของ SPA และคาดว่ารายได้พิเศษนี้จะเข้ามาแทนที่รายได้จากการบริการในช่วงที่มีนักท่องเที่ยวเข้าน้อย
- ▶ **มาตรการลดต้นทุน** SPA ได้ดำเนินมาตรการลดต้นทุนต่าง ๆ ในปี 2564 ได้แก่ 1) การลดค่าจ้างของแรงงานและผู้บริหาร 2) รับเงินสนับสนุนจากสำนักงานประกันสังคมในช่วงปิดกิจการชั่วคราว เนื่องจากโควิด-19 3) เจริญลดค่าเช่าจากแบบคงที่ไปเป็นแบบส่วนแบ่งรายได้และ 4) ลดค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการ ทั้งนี้ SPA รายงานอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในปี 2564 ที่ 2.65 เท่า และ 1.04 เท่า ก่อนใช้มาตรฐานบัญชี TFRS 16
- ▶ **เตรียมเปิดสาขาใหม่อีก 2 แห่งในปี 2565** บริษัท คาดว่าจะเปิดสาขาใหม่อีก 2 แห่งในช่วงครึ่งปีหลัง ได้แก่ 1) Let's Relax Terminal 21 พระราม 3 และ 2) Let's Relax Grand Centre Point Pattaya บริษัท ปิดสาขา Let's Relax ชะอำ และ Stretch me ไอคอนสยาม ในปี 2564 ในขณะที่ BaanSuan Massage อุตรธานี และ Stretch me 101 TDPK จะปิดให้บริการในปี 2565

## Valuation and Recommendation

- ▶ เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ SPA ด้วยราคาเป้าหมายที่ 8.16 บาท แม้เราคาดว่ารายรับจากภาคบริการจะลดลงในไตรมาส 1/2565 เนื่องจากผลกระทบของการระบาดของสายพันธุ์โอมิครอน แต่เราคาดว่ารายได้พิเศษจากการขายชุดตรวจ ATK จะสามารถชดเชยรายได้จากภาคบริการที่ลดลงได้ ดังนั้น เรายังคิดว่ากำไรของ SPA จะไม่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในไตรมาส 1/2565 เรายังคงมองเชิงบวกต่อแนวโน้มระยะยาวและคิดว่ากำไรจะกลับมาอยู่ระดับก่อนเกิดวิกฤติโควิด-19 ได้ในปี 2567 ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานจำนวนนักท่องเที่ยวของเรา
- ▶ เราคำนวณราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 สำหรับ SPA ที่ 8.16 บาท โดยอิงตามวิธีคิดลดเงินสด (DCF) โดยใช้อัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (WACC) ที่ 10.5% และอัตราเติบโตสุดท้ายที่ 3% ราคาเป้าหมายของเราสะท้อน PBV ที่ 9.1 เท่า ซึ่งเท่ากับ 0.5SD สูงกว่า PBV ล่วงหน้า 12 เดือนช่วง 5 ปีก่อน ของตลาด



Fig 1 COVID-19 Test (1)

**Saliva COVID-19 Test**  
ชุดตรวจโควิด -19 จากน้ำลาย  
ทดสอบได้ด้วยตัวเอง

ตรงง่าย ไม่ระคายเคือง    12 นาที

**ATK SET 50** ชิ้น  
ราคา **3,500.-** บาท  
ปกติ 6,450.- บาท  
\*ซื้อครบ 1,000 บาท  
ฟรีค่าจัดส่ง



ATK Goldsite ใบรับรองการประเมิน  
เลขที่ T6400447



Source: Company data

Fig 2 COVID-19 Test (2)

**Saliva COVID-19 Test**  
ชุดตรวจโควิด -19 จากน้ำลาย  
ทดสอบได้ด้วยตัวเอง

ตรงง่าย ไม่ระคายเคือง    12 นาที

**ATK SET 10** ชิ้น  
ราคา **800.-** บาท  
ปกติ 1,290.- บาท  
\*ซื้อครบ 1,000 บาท  
ฟรีค่าจัดส่ง



ATK Goldsite ใบรับรองการประเมิน  
เลขที่ T6400447



Source: Company data


**Year-end 31 Decs**

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
<b>Gross Profit</b>	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	<b>CF from operation activities</b>	325	33	-81	-83	144
<b>EBIT</b>	302	-190	-251	-156	245	Capital expenditure	-158	-141	-13	-57	-93
<b>EBITDA</b>	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	<b>CF from investing activities</b>	-215	-132	-25	-216	-262
<b>EBT</b>	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
<b>NPAT</b>	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
<b>Core Profit</b>	242	-209	-287	-153	191	<b>CF from financing activities</b>	-137	161	101	301	161
Extraordinary items	4	0	0	0	0	<b>Net change in cash</b>	-27	62	-5	2	43
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratios</b>					
<b>Reported net profit</b>	246	-209	-287	-153	191	<b>Per share (Bt)</b>					
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>						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	8.55	8.94	8.60
Other current assets	86	55	50	57	58	Free Cash Flow	0.29	-0.13	-0.11	-0.16	0.06
<b>Total current assets</b>	289	231	203	137	221	<b>Valuation analysis</b>					
Investment in subs & others	9	0	0	0	0	Reported P/E (x)	22.41	-28.42	-20.58	-38.46	30.95
Fixed assets-net	1,083	1,075	947	879	812	Core P/E (x)	22.75	-28.42	-20.58	-38.46	30.95
Other assets	135	1,326	1,108	1,291	1,279	P/BV (x)	4.87	6.56	9.54	14.46	9.86
<b>Total assets</b>	1,516	2,632	2,258	2,307	2,312	EV/EBITDA (x)	13.35	515.83	99.50	47.55	12.75
Short-term debt	80	273	290	295	244	Price/Cash flow (x)	16.94	181.45	-72.93	-71.22	41.01
Accounts payable	97	45	37	40	84	Dividend yield (%)	0.31	0.00	0.00	0.00	0.00
Other current liabilities	68	44	47	19	33	<b>Profitability ratios</b>					
<b>Total current liabilities</b>	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
<b>Total liabilities</b>	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	<b>Liquidity ratios</b>					
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
<b>Total shareholders' equity</b>	1,132	905	618	408	599	<b>Leverage Ratios</b>					
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	1,516	2,632	2,258	2,307	2,312	Liabilities/Equity ratio (x)	0.34	1.91	2.65	4.66	2.86
<b>Key Assumptions</b>						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	<b>Growth</b>					
						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.