



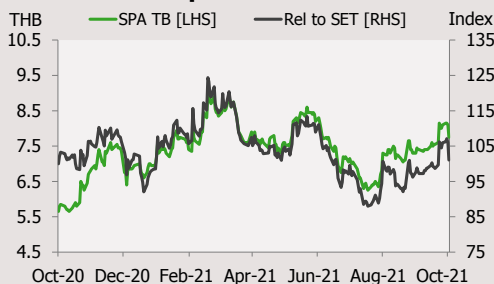
Siam Wellness Group PCL

SPA TB	Outperform	
Target Price	Bt	8.16
Price (21/10/2021)	Bt	7.75
Upside	%	5.25
Valuation	DCF	
Sector	Services	
Market Cap	Btm	6,626
30-day avg turnover	Btm	15.98
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	-19.27	-43.20	34.76
P/BV (x)	6.56	11.81	16.25	11.07
EV/EBITDA (x)	515.83	-426.37	52.07	14.01
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 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

25 October 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

คาดขาดทุนน้อยลงในไตรมาส 3/2564

- ▶ คาดผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 3/2564 อยู่ที่ 83 ลบ. ขาดทุนน้อยลงจากที่ 87 ลบ. ในไตรมาส 2/2564 แต่ขาดทุนมากขึ้นจากที่ 55 ลบ. ในไตรมาส 3/2563
- ▶ คาดเห็น upside risk ต่อประมาณการผลขาดทุนสุทธิทั้งปีของเราและคาดการณ์กำไรสุทธิจะฟื้นตัวแข็งแกร่งในไตรมาส 4 จากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ของรัฐบาล
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายที่ 8.16 บาท เราคาดว่าแผนการเปิดประเทศจะเป็น sentiment เชิงบวกให้กับ SPA

Investment Highlights

- ▶ **คาดขาดทุนน้อยลงในไตรมาส 3/2564** เราคาดว่า SPA จะรายงานผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 3/2564 ที่ 83 ลบ. ขาดทุนน้อยลงเมื่อเทียบกับที่ 87 ลบ. ในไตรมาส 2/2564 แต่ขาดทุนมากขึ้นเมื่อเทียบกับที่ 55 ลบ. ในไตรมาส 3/2563 สาเหตุที่ขาดทุนน้อยลงในเชิง QoQ คาดจะมาจากรายได้ที่ลดลงเนื่องจาก SPA สามารถกลับมาเปิดให้บริการสาขาได้มากขึ้นสืบเนื่องจากโครงการภูเก็ตแซนด์บ็อกซ์ตั้งแต่เดือน ก.ค. ขณะที่สาเหตุที่ทำให้ขาดทุนมากขึ้นในเชิง YoY คาดจะมาจากผลกระทบจากวิกฤติโควิด-19 ระลอกสาม ทั้งนี้ ประมาณการผลขาดทุนสะสมช่วง 9 เดือนแรกของปีนี้ของเราคิดเป็นสัดส่วนแค่ 72% ของประมาณการผลขาดทุนสุทธิทั้งปี 2564 ของเรา
- ▶ **คาดรายได้เติบโตขึ้น 23% QoQ** เราคาดว่ารายได้ไตรมาส 3/2564 จะอยู่ที่ 27 ลบ. เพิ่มขึ้น 23% QoQ แต่ลดลง 64% YoY แบ่งเป็นรายได้จากการขายที่ 7 ลบ. (-4% QoQ และ -57% YoY) และรายได้จากการบริการที่ 20 ลบ. (+36% QoQ และ -66% YoY) ปัจจุบันการเติบโตของรายได้ในเชิง QoQ คาดจะมาจากจำนวนสาขาที่เปิดให้บริการที่มากขึ้นเพราะ SPA สามารถเปิดให้บริการ 10 สาขา (ระรินจินดา 1 แห่ง Let's relax 6 แห่ง บ้านสวน 2 แห่งและ stretch me 1 แห่ง) ในไตรมาส 3/2564 ขณะที่สาขาของ SPA ส่วนใหญ่ปิดให้บริการระหว่างไตรมาส 2/2564 ขณะที่สาเหตุที่รายได้ปรับลดลงในเชิง YoY คาดจะมาจากมาตรการล็อกดาวน์ของรัฐบาลในไตรมาส 3/2564
- ▶ **คาดเห็น upside ต่อประมาณการผลขาดทุนสุทธิปี 2564** ของเรา เราคาดว่าจะเห็น upside risk ต่อประมาณการผลขาดทุนสุทธิปี 2564 ของเราเพราะประมาณการผลขาดทุนสุทธิสะสมช่วง 9 เดือนแรกของปีนี้คิดเป็นแค่ 72% ของประมาณการผลขาดทุนสุทธิปี 2564 ของเรา ขณะที่เราคาดว่า SPA จะรายงานผลขาดทุนลดลงในไตรมาส 4/2564 เพราะบริษัทฯ สามารถเปิดให้บริการ 50 สาขา ขณะนี้ (จากจำนวนสาขาทั้งหมดของ SPA ที่ 65 แห่ง) ตั้งแต่เดือน ต.ค. จากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ของรัฐบาล

Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" SPA ด้วยราคาเป้าหมายที่ 8.16 บาท เราคาดว่าจะเห็นบรรยากาศเชิงบวกใน SPA จากแผนเปิดประเทศตั้งแต่วันที่ 1 พ.ย.2564 เป็นต้นไป เราคาดว่าผลขาดทุนไตรมาส 4/2564 จะลดลงจากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ของรัฐบาลตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. เป็นต้นมา เราคงมุมมองบวกต่อทิศทางรายได้ในระยะยาวของบริษัทฯ และคาดว่ากำไรสุทธิจะกลับมาอยู่ระดับปกติในปี 2567
- ▶ เราคำนวณราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 ของ SPA ได้ที่ 8.16 บาท ถึงด้วยวิธี DCF โดยใช้ WACC ที่ 10.5% และอัตราเติบโตสุดท้ายที่ 3% ราคาเป้าหมายของเราสะท้อน PBV ที่ 9.1 เท่า ซึ่งเท่ากับ 0.5SD มากกว่า PBV ล่วงหน้า 12 เดือน เฉลี่ยช่วง 5 ปีของตลาด



Fig 1 3Q21 performance preview

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	%YoY	%QoQ	%YTD2021	2021E
Financials									
Sales (Btmn)	76	81	55	22	27	-64.2	22.7	84.9	123
EBITDA (Btmn)	-17	-27	14	3	7	143.2	122.2	-123.5	-20
Operating profit (Btmn)	-52	-75	-68	-79	-75	-44.8	5.0	68.6	-324
Core profit (Btmn)	-55	-78	-76	-87	-83	-51.8	4.0	71.6	-344
Net profit (Btmn)	-55	-78	-76	-87	-83	-51.8	4.0	71.6	-344
Net EPS (Bt)	-0.06	-0.09	-0.09	-0.10	-0.10	-51.8	4.0	71.6	-0.40
Performance Drivers									
Sales revenue (Btmn)	16	14	9	7	7	-57.0	-4.3	102.5	22
Service revenue (Btmn)	60	67	46	15	20	-66.2	36.0	80.9	101
SG&A per revenue (%)	39.8	38.7	46.1	110.0	95.4	55.5	-14.6	83.8	88.8
Ratios									
						Change	Avg YTD	2021E	
Gross margin (%)	-28.3	-55.5	-78.6	-236.4	-182.7	-154.4	53.7	-165.9	-174.0
EBITDA margin (%)	-21.8	-33.4	24.9	14.6	26.4	48.2	11.8	21.9	-15.9
Optg. margin (%)	-68.1	-92.6	-123.3	-356.1	-275.6	-207.5	80.5	-251.7	-262.8
ROE (%)	-22.4	-34.4	-36.7	-46.8	-45.0	-22.6	1.8	-42.8	-46.9

Source: Company data, 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	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
Gross Profit	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	CF from operation activities	325	33	161	-83	144
EBIT	302	-190	-324	-156	245	Capital expenditure	-158	-141	-55	-57	-93
EBITDA	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	CF from investing activities	-215	-132	-205	-216	-262
EBT	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
NPAT	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
Core Profit	242	-209	-344	-153	191	CF from financing activities	-137	161	-26	301	161
Extraordinary items	4	0	0	0	0	Net change in cash	-27	62	-69	2	43
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	246	-209	-344	-153	191	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						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	9.75	9.79	9.45
Other current assets	86	55	56	57	58	Free Cash Flow	0.29	-0.13	0.12	-0.16	0.06
Total current assets	289	231	114	137	221	Valuation analysis					
Investment in subs & others	9	0	0	0	0	Reported P/E (x)	22.41	-28.42	-19.27	-43.20	34.76
Fixed assets-net	1,083	1,075	977	879	812	Core P/E (x)	22.75	-28.42	-19.27	-43.20	34.76
Other assets	135	1,326	1,294	1,291	1,279	P/BV (x)	4.87	6.56	11.81	16.25	11.07
Total assets	1,516	2,632	2,385	2,307	2,312	EV/EBITDA (x)	13.35	515.83	-426.37	52.07	14.01
Short-term debt	80	273	279	295	244	Price/Cash flow (x)	16.94	181.45	41.05	-79.99	46.06
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	Profitability ratios					
Total current liabilities	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
Total liabilities	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	Liquidity ratios					
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
Total shareholders' equity	1,132	905	561	408	599	Leverage Ratios					
Total equity & liabilities	1,516	2,632	2,385	2,307	2,312	Liabilities/Equity ratio (x)	0.34	1.91	3.25	4.66	2.86
Key Assumptions						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	Growth					
						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, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASC, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.