

บมจ. สยามเวลเนสกรุ๊ป

ผลประกอบการเป็นไปตามคาด แต่อัตรากำไรต่ำกว่าคาด

ภาพการเปิดตลาดต่างประเทศจะชัดเจนยิ่งขึ้นในปี

กำไรสุทธิ 2Q16 ของ SPA เป็นไปตามคาดที่ 30.7 ล้านบาท (+30% YoY, -13% QoQ) โดยมีรายได้ที่สูงกว่าคาดที่ระดับ 171 ล้านบาท(+40.9% YoY, Flat QoQ)เท่ากับช่วง High Season ใน 1Q16 แต่มีอัตรากำไรขั้นต้นลดลงแรง 400 bps เหลือ 31.8% เนื่องจากต้นทุนการขยายและบริการเพิ่มขึ้นสูงกว่ารายได้ที่ 54.8% YoY, 6.7% QoQ) อย่างไรก็ตามเรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มธุรกิจในช่วง 2H16 ที่จะมีการขยายสาขาเชิงรุกถึง 7 สาขา และ Upside จากการขยายสาขาในประเทศจีน อย่างไรก็ตามราคาหุ้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นทำให้ปัจจุบันมี Upside ต่อราคาเป้าหมายปี 2017 ที่ 13.10 บาท จำกัดเพียง 6.5% เราจึงปรับคำแนะนำเป็น “ถือ”

กำไรสุทธิ 30.7 ล้านบาท เป็นไปตามคาด รายได้ดีกว่าคาดแต่อัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าคาด

ผลประกอบการของ SPA ใน 2Q16 อยู่ที่ 30.7 ล้านบาท เติบโต 30% YoY แต่ลดลง 13% จากไตรมาสก่อนหน้า (ใกล้เคียงคาดที่ 32 ล้านบาท) แม้ปกติจะเป็นช่วง Low Season แต่รายได้รวมที่สูงถึง 171 ล้านบาท เติบโต 40.9% YoY ตามการเพิ่มขึ้นของสาขา และสามารถทรงตัว QoQ จากช่วง High Season ใน 1Q16 นั้นทำได้ดีกว่าที่เราคาดไว้ อย่างไรก็ตามอัตรากำไรขั้นต้นลดลงอย่างมากเหลือ 31.8% (37.9% ใน 2Q15 และ 36.1% ใน 1Q16) ซึ่งเบื้องต้นคาดเกิดจากการเรียกเก็บภาษีโรงเรือนย้อนหลังและค่าใช้จ่ายในขยายสาขาในประเทศจีนที่เข้ามาในช่วงท้ายของเดือนมิ.ย.16 และอื่น ๆ อีก ขณะที่การควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารทำได้ดีโดยสัดส่วนต่อยอดขายลดลงเหลือ 12.2% เทียบกับ 16.2% ใน 2Q15 และ 13.4% ใน 1Q16 แต่ก็ไม่สามารถชดเชยการลดลงของอัตรากำไรขั้นต้นได้ทำให้มีอัตรากำไรสุทธิลดลงเหลือ 17.9% เทียบกับระดับปกติที่ 19-20%

แนวโน้มเติบโต QoQ อีก 3 ไตรมาสต่อเนื่องในช่วงถึง 1Q17 จากการเข้าสู่ช่วง High Season

เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มผลการดำเนินงานในช่วง 3Q16-1Q17 เนื่องจากจะเริ่มเข้าสู่ช่วง High Season ของธุรกิจบวกกับการขยายสาขาอีก 7 สาขาตามแผนในช่วง 2H17 ขณะที่ผลประกอบการ 1H16 คิดเป็น 44% ของประมาณการ เบื้องต้นเรายังคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 2016F ของเราไว้ที่ 151 ล้านบาท เติบโต 42% YoY ซึ่งเป็นปกติของธุรกิจที่ผลประกอบการในช่วงครึ่งหลังของปีจะมีน้ำหนักมากกว่าครึ่งแรก อย่างไรก็ตามความกังวลหลัก ๆ ของเราอยู่ที่ เสถียรภาพของอัตรากำไรขั้นต้นในอนาคตที่จะส่งผลต่อประสิทธิภาพการทำกำไรในระยะยาวของบริษัท

Upside จำกัดอีกครั้ง ปรับคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราปรับคำแนะนำเป็นเพียง “ถือ” จาก “ซื้อ” เนื่องจาก Upside จากราคาปัจจุบันเหลือไม่มากเพียง 7% ไม่คุ้มความเสี่ยง แม้กำลังเข้าสู่ช่วง High Season ในช่วง 2H16 แต่การที่อัตรากำไรขั้นต้นลดลงมากถึง 400bps เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการในระยะยาว เราจะทำการสอบถามผู้บริหารอีกครั้งในการประชุมนักวิเคราะห์วันที่ 11 ส.ค.16 นี้ว่าปัจจัยดังกล่าวเป็นสิ่งชั่วคราวหรือไม่ **โอกาส:** รายได้สูงกว่าคาด, การขยายสาขา Franchise ในประเทศจีน **ความเสี่ยง:** บุคลากรขาดแคลน, ความอ่อนไหวต่อความไม่สงบในประเทศ, โรคระบาด

Rating

HOLD

(Downgrade)

12 month Target Price

Bt13.10

Current Price (08/08/2016)

Bt12.30

Upside/Downside

6.5%

CG Rating

3

Thai CAC

n.a.

Sector

SERVICE (mai)

Sector PER (x)

n.a.

SHARE SUMMARY

Issued shares:	570.0m
Par value:	Bt0.3
Market capitalization:	Bt7.0bn
Avg. Daily Turnover:	Bt20.5m
Foreign Limit/Actual (%)	49/6
Free Float:	32.2%
NVDR:	1.9%
Beta (3 years)	0.7x

TISCO's forecast vs. consensus

EPS (Bt)	TISCO	Consensus	% Diff.
2016F	0.26	0.25	5.8%
2017F	0.33	0.33	-0.8%

PRICE / PRICE RELATIVE



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	-1m	-3m	-12m
SPA	10.81	39.77	32.97
SET	5.95	10.94	8.60

Sontanawoot Ratchatrakul

(ID : 53288)

(66) 2633 6524

sontanawoo@tisco.co.th

Financial Summary

Year End Dec 31	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total Revenue (Bt, m)	320	338	533	723	879	1,071
EBITDA (Bt, m)	101	73	174	241	294	359
Net profit (Bt, m)	60	33	106	151	187	233
Net profit growth (%)	229.9%	-44.8%	220.3%	41.6%	23.7%	24.9%
EPS (Bt)	66.9	0.06	0.19	0.26	0.33	0.41
EPS growth (%)	n.a.	-61.3%	220.3%	41.6%	23.7%	24.9%
PER (X)	n.a.	135.44	38.04	46.49	37.59	30.10
PBV (X)	n.a.	13.61	7.30	6.24	5.33	4.50
Yield (%)	n.a.	0.3%	1.4%	1.1%	1.3%	1.7%
ROE (%)	40.3%	9.7%	20.5%	25.1%	26.5%	28.1%

Source: TISCO Research, company data

รูปที่ 1. ผลประกอบการ 1Q16 เป็นไปตามคาด

Bt,m	2Q16	2Q15	YoY	1Q16	QoQ
Sale revenue	171	122	40.9%	171	-0.1%
Cost of sales and ervices	117	75	54.8%	109	6.7%
Gross Profit	54	46	1.1%	62	-120%
S&A Expenes	21	20	6.5%	23	-8.5%
EBIT	37	30	22.0%	44	-16.2%
Iterest expense	0	0	-58.8%	0	228.8%
Net Profit before Tax	36	30	23.1%	44	-16.5%
Net Profit Bef Extra	31	24	30.0%	35	-13.0%
Net Profit	31	24	30.0%	35	-13.0%
EPS (Bt)	0.05	0.04	30.0%	0.06	-13.0%
Gross margin	31.8%	37.9%		36.1%	
SG&A to sales	12.2%	16.2%		13.4%	
EBIT margin	21.4%	24.7%		25.5%	
Net margin	17.9%	19.4%		20.6%	

TISCO Securities Company Limited

www.tiscosec.com

Bangkok

48/8 TISCO Tower 4th Floor, North Sathorn Road, Bangkok 10500, Thailand
Tel : (66) 2633 6999 Fax : (66) 2633 6490, (66) 2633 6660

Esplanade Branch

99 Esplanade Shopping Center, Room 202-2, 2nd Floor, Ratchadapisek Road, Din Daeng, Bangkok 10400
Tel : (66) 2641 3251, (66) 2641 3252 Fax : (66) 2641 3253

Chiang Mai

275/4, 2nd Floor, Chang Phuak Road, Chang Phuak, Muang District, Chiang Mai 50300
Tel. 0 5322 4722 Fax. 0 5322 4711

Nakhon Pathom

386, 388 Petchkasem Road, Prapatone, Muang District, Nakhon Pathom 73000
Tel: 0 3421 1812 Fax: 0 3425 1676

Nakhon Ratchasima

Tesco Lotus Korat, 719/5 Mittraphap Road, Naimuang, Muang District, Nakhon Ratchasima 30000
Tel: 0 4425 7752 Fax: 0 4425 3752

Udon Thani

227/21 2nd Floor, Udondussadee Road, Muang District, Udon Thani 41000
Tel: 0 4224 6888 Fax: 0 4224 5793



Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2015

Score Range

Level

Description

90 - 100

5

Excellent

80 - 89

4

Very Good

70 - 79

3

Good

60 - 69

2

Satisfactory

50 - 59

1

Pass

< 50

n.a.

n.a.

N/R

Does not appear in the CGR report

Anti-Corruption Progress Indicator :

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of June 6, 2016) are categorised into :

Certified : Companies certified by CAC.

Declared : Companies that have declared their intention to join CAC.

Ensure its compliance by parent company
Ensure its compliance by parent company
The company declares that its parent company is under the Bribery Act or other similar laws that required parent company to be responsible for bribery act of its overseas subsidiaries. Such responsibilities shall include the establishment of policy, practices and investigation and ensure that its subsidiaries regularly comply with the policy and practices.

n.a. Not intention to join CAC. / no policy

Disclaimer

The disclosure of the Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of June 6, 2016)

Since this survey or assessment result is only the survey or assessment result as of the date appearing in the survey or assessment result only, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, TISCO Securities Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the survey or assessment result.

The information, statements, forecasts and projections contained herein, including any expression of opinion, are based upon sources believed to be reliable but their accuracy completeness or correctness are not guaranteed. Expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon the best information then known to us, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. TISCO and other companies in the TISCO Group and/or their officers, directors and employees may have positions and may affect transactions in securities of companies mentioned herein and may also perform or seek to perform investment banking services for these companies. No person is authorized to give any information or to make any representation not contained in this document and any information or representation not contained in this document must not be relied upon as having been authorized by or on behalf of TISCO. This document is for private circulation only and is not for publication in the press or elsewhere. TISCO accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its content. The use of any information, statements forecasts and projections contained herein shall be at the sole discretion and risk of the user.