

บมจ. สยามเวลเนสกรุ๊ป (SPA)

เติบโตแข็งแกร่ง ในแบบที่ “ไม่ต้อง” ร้องขอชีวิต

ประเด็นการลงทุน : เราไม่คิดว่าบริษัทที่ผลกำไรสุทธิกำลังทำสถิติ All-time-high ติดต่อกันเกือบ 7 ครั้งต่อเนื่องอย่าง SPA ราคาหุ้นจะแสดงออกในเชิงลบได้ในระยะยาว โดยจาก Outlook ของภาคท่องเที่ยว และวิธีการดำเนินธุรกิจที่สดใส ตัวเลข ratio การเงินที่เริ่มโดดเด่น และกำลังแข่งขันในกลุ่มโรงพยาบาล (Healthcare) นี้ เราเชื่อว่าหุ้น Small cap นี้ กำลังจะเป็นที่หมายปองของนักลงทุนสถาบันต่างชาติจากนี้ เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสม 10.30 บาท/ หุ้น

กำไร 1Q59 จะทำสถิติสูงสุดใหม่ และใหญ่พอๆกับปี 2557 ทั้งปี : เราคาดกำไร 1Q59 ที่ 33 ล้านบาท ขยายตัว +9% QoQ และ +42% YoY โดยผู้บริหารเผยว่ารายได้ 1Q59 มีแนวโน้มทำสถิติสูงสุดใหม่ ซึ่งเราคาดจะทะลุ 164 ล้านบาทจากการเปิดสาขาใหม่ 2 แห่ง ได้แก่ บ้านสวน มาสสาส ประชานุกูลในเดือน ม.ค. และ Let's Relax ห้างฯมาบุญครอง ในเดือน ก.พ. ขณะที่อัตราการให้บริการขึ้นในระดับสูง แม้จะมีการเพิ่มสาขา และจำนวนหมอนวดในสาขาเดิมก็ตาม และเวลาเดียวกัน Let's Relax spa (สปา 4 ดาว) และ รรินจินดา (สปา 5 ดาว) ก็ enjoy ไปกับปริมาณนักท่องเที่ยวจีน (สัดส่วน 75% ของลูกค้ารวม) ที่ไหลทะลักเข้าประเทศไทย 2.6 ล้านคน ใน 1Q59 เพิ่มขึ้นถึง +45% QoQ และ +31% YoY

SPA กำลังเอาชนะกลุ่มโรงพยาบาล : 2Q59 SPA จะขยายสาขาเพิ่มอีกอย่างน้อย 1 สาขา เป็น 24 แห่ง ซึ่งจะเป็นสปา 4 ดาว ในพื้นที่จังหวัดท่องเที่ยวใหม่ภาคใต้ จากเดิมที่ SPA มีพื้นที่ให้บริการแล้ว 5 แห่ง (ภูเก็ต พัทยา สหมุย หัวหิน เชียงใหม่) ขณะที่แฟรนไชส์สปาในประเทศจีน จะเริ่มให้บริการในเดือนนี้ และจะทำให้ SPA เริ่มรับรู้ส่วนแบ่งรายทันที (ไม่มีต้นทุน) ดังนั้นทิศทางกำไรคาดจะทำสถิติใหม่ได้ต่อเนื่อง เช่นเดียวกับตัวเลขทางการเงินที่ดูจะแข็งแกร่งเรื่อยๆ โดยหากเป็นไปตามประมาณการ ROE16F จะขยายตัวเป็น 22.5% (vs 19.2% ในปี 2558) ภายหลัง IPO ในปี 2557 ซึ่งสะท้อนว่า SPA นำเงินที่ได้มาต่อยอดธุรกิจได้อย่างสมบูรณ์แบบ

คำแนะนำ : คาดการณ์กำไร 1Q59 คิดเป็น 21% ของประมาณการปี 2559 ของเรา ขณะที่แผนขยายสาขาทั้ง 10 แห่งปีนี้ ยังดำเนินไปตามแผน พร้อมๆกับการไหลบ่าเข้ามาของนักท่องเที่ยวจีน โดยหาก SPA ยังรักษาทิศทางนี้ได้ เราเชื่อว่า SPA จะกลายเป็นตัวเลือกใหม่สำหรับนักลงทุนต่างชาติที่กำลังหาหุ้น Small cap คักยภาพสูง และมีตัวเลขทางการเงินที่เหนือกว่ากลุ่มหลักๆเมื่อเทียบกับแบบ “ปอนด์ ต่อ ปอนด์” และอยู่ในอุตสาหกรรมที่เป็น Premium ของประเทศ (ท่องเที่ยว และ โรงพยาบาล) เราแนะนำนักลงทุนสะสมหุ้นนี้ก่อนการมาของนักลงทุนต่างชาติที่กำลังทยอยทำ company visit อย่างต่อเนื่อง เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสม 10.30 บาท/ หุ้น อิง DCF (WACC 8.7%, g 5.0%)

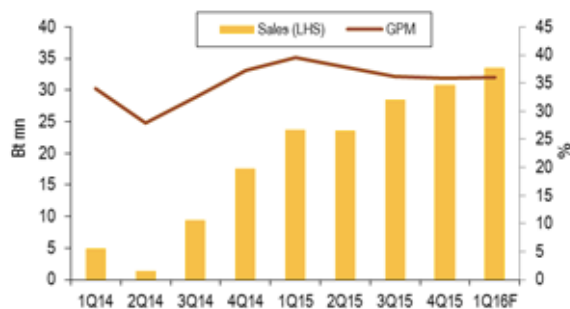
ความเสี่ยง : การท่องเที่ยว, ความขัดแย้งทางการเมือง โรคระบาด และ วินาศกรรม

Quarterly income statement

(Btmn)	1Q16F	4Q15	QoQ	1Q15	YoY	Note
Revenues	164	156	4.9%	116	41.8%	High season, 2 new branches
COGs	105	100	4.8%	70	50.0%	larger depreciation
Gross profits	59	56	5.0%	46	29.1%	New high again
Gross margin (%)	36.0%	35.9%	-	39.5%	-	
SG&A	19	18	6.8%	18	8.4%	very well managed
Operating profit	40	38	4.2%	28	42.1%	New high
Operating margin (%)	24.4%	24.5%	-	24.3%	-	Healthy profit even expansion phase
EBITDA	53	50	5.6%	36	46.1%	New high again
EBITDA margin (%)	32.3%	32.1%	-	31.3%	-	Cash maker company
Interest expense	0	0	(4.8%)	1	(93.6%)	Due to strong balance sheet
Normalised earning	33	31	8.7%	24	41.5%	
Extra ordinary gain (loss)						
- Forex gain (loss)	0	0	n.m.	0	n.m.	
- Extra items	0	0	n.m.	0	n.m.	No noise
Net profit	33	31	8.7%	24	41.5%	New record profit again!
EPS (Bt) before extra item	0.059	0.055	6.9%	0.042	39.9%	
EPS (Bt)	0.059	0.055	6.9%	0.042	39.9%	

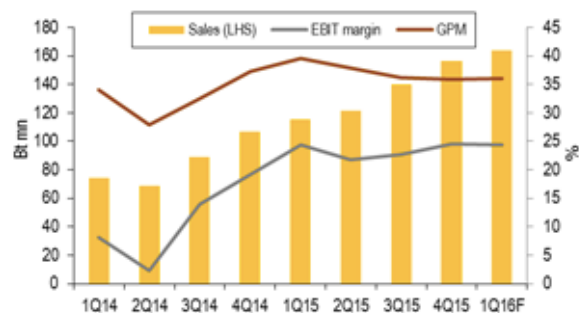
Source : Company reports and MBKET

Figure 1 : Net profit movement



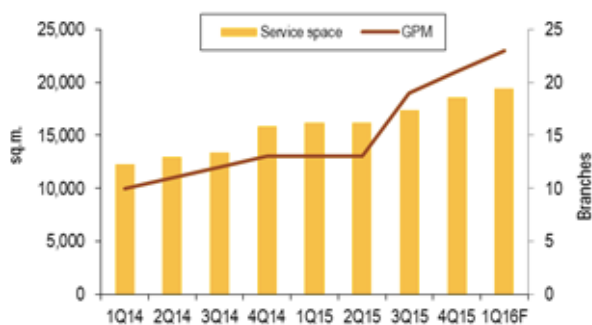
Source: Company report & MBKET estimate

Figure 2 : Sales heading up with healthy margin



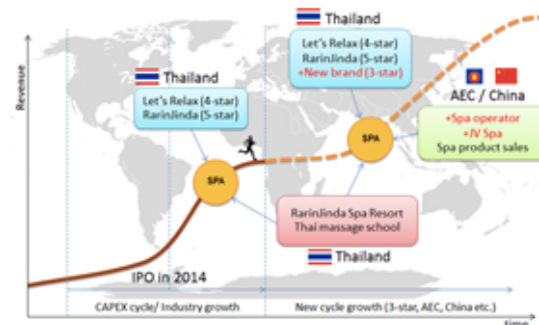
Source: Company report & MBKET estimate

Figure 3 : Space & Branch expansion



Source: Company report & MBKET estimate

Figure 4 : Second wave remains on the track



Source: MBKET estimate – initiated report since Mid 2015

SPA – Summary Earnings Table

FYE: <u>Dec 31</u> (THB m)	2013	2014	2015	2016F	2017F
Revenue	320	338	533	750	977
EBITDA	95	68	164	249	324
Recurring Net profit	60	33	106	157	203
Net profit	60	33	106	157	203
EPS (Bt)	0.17	0.08	0.19	0.28	0.36
EPS growth (%)	n.a.	(52.9)	160.9	32.3	29.3
DPS (Bt)	-	0.03	0.10	0.11	0.14
PER	49.1	104.4	43.9	30.2	23.4
EV/EBITDA (x)	30.9	52.2	28.7	18.8	14.2
Div Yield (%)	-	0.3	1.2	1.3	1.7
P/BV(x)	13.9	7.5	8.6	6.8	5.7
Net Gearing (%)	31.6	cash	cash	cash	cash
ROE (%)	29.3	6.9	19.2	22.5	24.2
ROA (%)	17.3	5.5	16.3	16.8	17.5
Cons. Net Profit (THB m)	-	-	106	149	207

Source: Company reports and MBKET