

SPA : กลยุทธ์ชัดเจน แรงต่อยอดธุรกิจทุกด้านรับ Mega Trend

Action : ปรับเพิ่มกำไรและ TP17F เป็น 18.0 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ"
ปรับเพิ่มกำไรปี 2017F-2018F ขึ้น 3.7%-22.0% ได้มูลค่าเหมาะสมใหม่ 18.0 บาท จึงยังคง
คำแนะนำ "ซื้อ" รับแนวโน้มธุรกิจที่ชัดเจนและดีกว่าคาด ด้วยการต่อยอดธุรกิจทุกด้าน ผลงาน
โอกาสทองใน Mega Trend จากนโยบายรัฐผลักดันไทยสู่ Capital Spa of Asia หนุนกำไรสุทธิ
โตเฉลี่ย 32.4% p.a. (CAGR) ในช่วง 3 ปีข้างหน้า สูงที่สุดในกลุ่มฯ (CAGR กลุ่มฯ 7.1%)

Catalyst : เพิ่มประมาณการปี 17F-18F จากพัฒนาการเชิงบวกที่ดีกว่าคาด
ทบทวนประมาณการปี 2017F-2018F ใหม่ โดยปรับกำไรสุทธิขึ้น 3.7%-22.0% สู่ระดับ 205.8-
270 ล้านบาท จาก 3 ปัจจัยหลัก ได้แก่

- 1) เพิ่มสมมติฐานการขยายสาขาในปี 2017F-2018F จากเดิม 4 และ 3 สาขา เป็นปีละ 10
สาขา ด้วยความพร้อมทางด้านการเงิน D/E Ratio ต่ำ 0.35x และความสำเร็จของสาขาที่
เปิดใหม่เฉลี่ย 9 สาขาต่อปี ในอดีต (2015-2016) สะท้อนจาก Utilization Rate รวม
ขยายตัวต่อเนื่อง (No cannibalization) จาก 75%-80% ในปี 2015 ขึ้นมา อยู่ที่ 88% ใน
งวด 3Q16 ผลงานนโยบายรัฐผลักดันไทยสู่การเป็น Capital Spa of Asia
- 2) รวมรายได้จากธุรกิจ SPA & Onsen ทองหล่อ โดยคาด SPA & Onsen จะสร้างรายได้
ให้กับบริษัทฯ 33.7-40.2 ล้านบาท/ปี ในปี 2017F-2018F
- 3) ปรับอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ลงจากระดับเฉลี่ย 39% ในปี 2017F-2018F เป็น 37% จาก
สมมติฐานจำนวนพนักงานเฉลี่ยต่อสาขาเพิ่มเป็น 24 คน (เดิม 20 คน) อย่างไรก็ตามด้วย
โมเดล Spa ในโรงแรมและ Spa & Onsen ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) สูงกว่าสปาปกติ
ทำให้แนวโน้ม GPM ยังเป็นขาขึ้นในช่วง 3 ปีข้างหน้า

จากสมมติฐานที่เปลี่ยนแปลงไป เราคาดรายได้ในปี 2017F-2018F จะเพิ่มขึ้น 8.2%-27.5% สู่
ระดับ 1,049-1,375.8 ล้านบาท โดยยังมี Upside Risk จากโอกาสการขยายสาขามากกว่าคาด
จากโมเดลธุรกิจ SPA ในโรงแรม ซึ่งเรายังไม่ได้รวมไว้ในประมาณการ

Valuation : ประเมินมูลค่าเหมาะสมใหม่ปี 2017F ที่ 18.0 บาท

มูลค่าเหมาะสมปี 2017F ภายใต้ประมาณการใหม่อยู่ที่ 18.00 บาท ประเมินด้วยวิธี DCF
(WACC 9.2%, L-T Growth 5%) เพิ่มขึ้นจากเดิมที่ 14.40 บาท คิดเป็นระดับ PER Target ใหม่
ที่ 50x ซึ่งเท่ากับ Mean ในอดีต และแม้จะสูงกว่ากลุ่มฯที่ระดับเฉลี่ย 35x แต่ชดเชยด้วยแนวโน้ม
ผลประกอบการที่เติบโตโดดเด่นที่สุดในกลุ่มฯถึง 32.4% p.a. (CAGR)

CNS vs Consensus: คาดกำไรสุทธิ 17F สูงกว่า Consensus 6.6% จากสมมติฐานการเติบโต
ของรายได้จากทุกธุรกิจ หนุนรายได้รวมสูงกว่า Consensus 12.7%

Investment Research and Investor Services

24 January 2017

| | |
|---------------------------------|------------|
| Rating Maintained | Buy |
| TP17F Changed from THB 14.40 | THB 18.0 |
| Closing price | 13.9 |
| Upside/Downside | +29.5% |

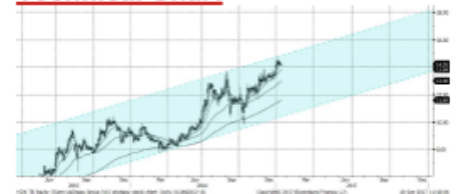
Anchor Themes

ธุรกิจสปาไทยอยู่ใน Mega Trend จาก
นโยบายรัฐที่ผลักดันการท่องเที่ยวเชิง
สุขภาพ ดันไทยสู่ Capital Spa of Asia

Key Data

| | |
|----------------------------------|------------|
| Shares in Issue (mn) | 570 |
| Market Cap (THBmn) | 7,923.00 |
| 12-mth High/Low (THB) | 14.60/7.80 |
| 3-mth avg daily turnover (THBmn) | 26.16 |
| Foreign Limit/Actual (%) | 49.00 |
| Expected Free Float (%) | 32.2 |
| NVDR (%) | 0.52 |
| Dividend Policy (%) | >40 |
| Par Value (THB) | 0.25 |

Technical Chart



Sources: Bloomberg

Revenue Structure



Strategy Analysts

Pearthida Karnjanaves
Analyst Registration No. 046513
Pearthida.karnjanaves@th.nomura.com
02-287-6792, 02-638-5792

| Forecasts & Valuation | | | | | |
|--------------------------|--------|-------|---------|---------|---------|
| Year-end 31 Dec (THB mn) | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F |
| Total Revenue | 543.5 | 748.7 | 1,049.1 | 1,375.8 | 1,617.4 |
| EBITDA | 163.5 | 219.7 | 301.9 | 389.5 | 470.4 |
| Norm. Profit | 106.5 | 142.5 | 205.8 | 270.0 | 330.8 |
| Net Profit | 106.5 | 142.5 | 205.8 | 270.0 | 330.8 |
| EPS (THB) | 0.19 | 0.25 | 0.36 | 0.47 | 0.58 |
| EPS Growth (%) | 143.1% | 33.8% | 44.5% | 31.2% | 22.5% |
| PER (x) | 74.40 | 55.62 | 38.50 | 29.34 | 23.95 |
| BV/share (THB) | 0.97 | 1.15 | 1.41 | 1.74 | 2.13 |
| P/BV (x) | 14.28 | 12.10 | 9.86 | 7.99 | 6.53 |
| EV/EBITDA (x) | 48.09 | 36.09 | 26.02 | 19.84 | 15.95 |
| DPS (THB) | 0.07 | 0.10 | 0.14 | 0.19 | 0.23 |
| Dividend yield (%) | 0.5% | 0.7% | 1.0% | 1.4% | 1.7% |
| ROE (%) | 20.5% | 23.6% | 28.2% | 30.1% | 30.0% |
| Int. bearing D/E (x) | 0.00 | 0.06 | 0.15 | 0.24 | 0.24 |

Sources: Company data, CNS IRIS

Serial No. SPA-17025

www.nomuradirect.com