

Strategy Stock

Theme: 2016 Discover Thainess

Siam Wellness Group: SPA | MAI (Earnings Preview)

SPA : กลยุทธ์สปาในโรงแรมหรูการเป็นผู้นำแห่งเอเชีย

คาดการณ์ 2Q16F ที่ 33.2 ลบ. ทรงตัวในระดับสูง แม้จะเป็น Low Season

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q16F ที่ระดับ 33.24 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 41%y-y แต่ลดลง 6%q-q โดยหลักมาจากรายได้จากธุรกิจโรงแรม (สัดส่วน 10% ของรายได้รวม) ปรับตัวลดลง โดยคาด Utilization Rate ที่ระดับ 80% จาก 86% ในงวดก่อนหน้า จากผลของ Low season ขณะที่รายได้จากธุรกิจสปาที่ยังทรงตัวในระดับสูง คาด Utilization Rate ที่ 85% ใกล้เคียงกับ 1Q16 สำหรับส่วนแบ่งรายได้จาก Let's Relax คุณหมิง ยังเข้ามาไม่มากด้วยระยะเวลาการรับรู้รายได้เพียง 12 วันก่อนปิดไตรมาส ประกอบกับที่ตั้งอาคารยังเปิดให้บริการร้านค้าอื่นๆไม่เต็มพื้นที่ทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามาใช้บริการสปายังไม่โดดเด่นนัก ทางด้านความสามารถในการทำกำไร คาดอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่ 36.5% ดีขึ้นจากไตรมาสก่อนที่ 36.1% ส่วนหนึ่งมาจากอานิสงส์บวกของสาขาสปาในโรงแรมที่มีอัตรากำไรดีกว่าสาขาปกติ ขณะที่คาดอัตรากำไรสุทธิ (NPM) 19.3% ลดลงจากไตรมาสก่อนที่ 20.6% จากค่าใช้จ่ายโบนัสพนักงานและการปรับฐานเงินเดือนประจำปี

ทบทวนประมาณการใหม่ ปรับกำไรสุทธิ 16F-17F ลงจากเดิม 11%-14%

สำหรับแนวโน้มธุรกิจในช่วง 2H16F คาดว่าจะเป็นภาพของการเติบโตจากการรับรู้รายได้ของสาขาใหม่ที่เปิดเพิ่มในช่วง 1H16 จำนวน 4 สาขา (บ้านสวน ประชานุกูล, Let's Relax MBK, Let's Relax Holiday Inn กระบี่ และ Let's Relax คุณหมิง) ตลอดจนแผนการขยายสาขาเชิงรุกอีก 6 สาขาในช่วงที่เหลือของปี ขณะที่ความสามารถในการทำกำไรมีแนวโน้มถูกกดดันจากค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นจากการเร่งขยายสาขา ประกอบกับแนวโน้มที่จะถูกปรับอัตราค่าเช่าขึ้น จากการครบกำหนดของสัญญาเช่า 8 สัญญาในปี 2016 นี้ ทำให้เราทบทวนประมาณการปี 2016F-2017F ใหม่โดยปรับลด GPM ลงจาก 43.4%-46.1% สู่ระดับ 37.1%-39.0% และการปรับฐานเงินเดือนพนักงานขึ้นเฉลี่ย 5% - 8% ทำให้เราปรับลดอัตรากำไรสุทธิลงจาก 22%-25% สู่ระดับ 19.3%-20.7% ทางด้านรายได้จากการขายและให้บริการ เราปรับประมาณการขึ้น 1.1%-3.6% สู่ระดับ 740.5 - 957.3 ล้านบาท จากการเพิ่มสมมติฐานการขยายสาขาในปี 2016F จากเดิมที่ 8 สาขา เป็น 10 สาขา ทำให้คาดว่าสิ้นปี 2016F SPA จะมีสาขาทั้งสิ้น 31 สาขา แบ่งเป็น Rarinjinda 3 สาขา, Let's Relax 21 สาขา และ บ้านสวน มาสสาจ 7 สาขา โดยรวมกำไรสุทธิลดลงจากเดิม 11.4%-13.9% สู่ระดับ 142.5 - 198.5 ล้านบาท เติบโต 34% - 39% ตามลำดับ

ปรับไปใช้มูลค่าพื้นฐานปี 17F ที่ 14.40 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงชื่นชอบกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจของ SPA ที่ต่อยอดสู่ผู้ให้บริการสปาในโรงแรมชื่อดังตามจุดท่องเที่ยวต่างๆ เริ่มจาก Holiday Inn กระบี่ และ Berkeley Hotel ประตูน้ํา โดยเราเชื่อว่าโมเดลธุรกิจสปาในโรงแรมจะทำให้ SPA ได้รับการยอมรับและเป็นที่ยอมรับอย่างกว้างขวางจากนักท่องเที่ยวทั้งในและต่างประเทศ อันจะเป็นการผลักดันให้ SPA ก้าวขึ้นสู่ตำแหน่งผู้ให้บริการสปาที่ใหญ่ในแถบเอเชียได้ เราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยปรับไปใช้มูลค่าเหมาะสมปี 2017F ที่ 14.4 บาท ประเมินด้วยวิธี DCF (WACC 9.2%, L-T Growth 5%)

Forecasts & Valuation					
Year-end 31 Dec (THB mn)	FY 14	FY 15	FY 16F	FY 17F	FY 18F
Revenue	338.41	533.24	740.46	957.29	1065.71
EBITDA	64.34	157.89	209.84	282.29	314.29
Norm. Profit	33.25	106.49	142.54	198.54	221.83
Net Profit	33.25	106.49	142.54	198.54	221.83
EPS (THB)	0.08	0.19	0.25	0.35	0.39
EPS Growth (%)	n.a.	143.1%	33.9%	39.3%	11.7%
PER (x)	162.65	66.90	49.98	35.89	32.12
BV/share (THB)	0.85	0.97	1.15	1.40	1.65
P/BV (x)	14.75	12.84	10.88	8.95	7.59
EV/EBITDA (x)	110.02	44.75	33.93	24.88	21.96
DPS (THB)	0.01	0.07	0.10	0.14	0.16
Dividend yield (%)	0.1%	0.6%	0.8%	1.1%	1.2%
ROE (%)	9.7%	20.5%	23.6%	27.4%	25.6%
Int. bearing D/E (x)	0.12	0.00	0.06	0.08	0.07

Sources: Company data, CNS IRIS

Investment Research and Investor Services

21 July 2016

Rating Maintained	Buy
TP17F (WACC 9.2%, L-T 5%)	THB 14.40
Closing price	12.50
Upside/Downside	+15.2%

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

กลุ่มบริษัท สยามเวลเนสกรุ๊ป (SWG) ดำเนินธุรกิจสปาเพื่อสุขภาพและธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจสปา โดยแบ่งออกเป็น 4 ธุรกิจหลัก ได้แก่ 1) ธุรกิจสปา : ให้บริการสปาแก่ลูกค้าชาวต่างชาติและชาวไทย สัดส่วน 80:20 ภายใต้แบรนด์ RarinJinda Wellness Spa (ระดับ 5 ดาว), Let's Relax (4 ดาว) และ Sabail by Let's Relax (3 ดาว) 2) ธุรกิจโรงแรมและร้านอาหาร : ดำเนินธุรกิจบูติกโฮเทลรีสอร์ทที่เชียงใหม่ ในนาม "ระวินจินดา เวลเนส สปา รีสอร์ท" และร้านอาหาร Deck 1 (เชียงใหม่) 3) ธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์สปา : จำหน่ายผลิตภัณฑ์สปาภายใต้แบรนด์ "Blooming" และ 4) กิจการโรงเรียนนวดแผนไทย : ให้บริการฝึกอบรมบริการนวดและสปาแก่พนักงานสปาเพื่อรองรับการขยายตัวของบริษัทฯ ในนาม "โรงเรียนสอนนวดแผนไทยบลูมมิ่ง"

Key Data

Shares in Issue (mn)	570.00
Market Cap (THBmn)	7,125
12-mth High/Low (THB)	12.5/6.50
3-mth avg daily turnover (THBmn)	10.62
Foreign Limit/ Actual (%)	49.00%
Expected Free Float (%)	32.2%
NVDR (%)	1.12
Dividend Policy (%)	At least 40%
Par Value (THB)	0.25

Major Shareholders (%)

1. นายประเสริฐ จีวรธรรมสถิตย์	13.80%
2. นายวิบูลย์ ฤกษ์หงษ์	13.80%
3. นางปราณี ศุภวัฒน์เกียรติ	10.65%
4. นางฐานันตร์ อมรรีธรรม	10.65%
5. นายณเรจ วิจารณ์กร	3.58%

Strategy Analysts

Koraphat Vorachet
Analyst Registration No. 043100
Koraphat.Vorachet@th.nomura.com
02-287-6771, 02-638-5771

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