

Strategy Stock

Theme: 2015 Discover Thainess

Siam Wellness Group: SPA | MAI (Earnings Preview)

SPA: ปรับมูลค่าพื้นฐานขึ้น สะท้อนกำไรดีกว่าคาด

คาดกำไร 2Q15 สดใสต่อเนื่อง

เราคาดว่ากำไรสุทธิงวด 2Q15 ยังคงโดดเด่นที่ระดับ 22.6 ล้านบาท แม้จะเป็นช่วงนอกฤดูฤดูกาลใกล้เคียงกับงวด 1Q15 ซึ่งเป็น High Season ของธุรกิจสปาที่ 23.7 ล้านบาท จากแนวโน้มรายได้ที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 9% q-q และ 83% y-y สู่ระดับ 126 ล้านบาท ส่วนหนึ่งมาจากอานิสงส์ของเทศกาลมหาสงกรานต์ ทำให้มีลูกค้าเข้ามาใช้บริการสปาเพิ่มมากขึ้นทั้งลูกค้าชาวไทยและต่างประเทศ อีกทั้งยังเป็นไตรมาสแรกที่รับรู้รายได้เต็มไตรมาสจากปรับค่าบริการเพิ่มขึ้นในเดือน ก.พ. 2015 ส่วนความสามารถในการทำกำไรคาดว่าจะยังทรงตัวในระดับสูง แม้จะได้รับเป็นผลของฤดูกาลที่งวด 2Q15 มักจะต่ำกว่า 1Q15 โดยเราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้น 2Q15 จะอยู่ที่ 37.5% และอัตรากำไรสุทธิ 17.9% ลดลงเล็กน้อยจาก 1Q15 ที่ 39.5% และ 20.5% ตามลำดับ

เพิ่มประมาณการรับดีล M&A และการขยายแฟรนไชส์ไปจีน

แนวโน้มผลประกอบการในครึ่งปีหลังคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยเราได้รับประมาณการกำไรสุทธิปี 2015 ขึ้นจากเดิม 19% เพื่อสะท้อนรายได้ที่เพิ่มขึ้นจาก i) การขยายสาขาสปา 4 ดาวเพื่อเปิดให้บริการภายใต้แบรนด์ Let's Relax จำนวน 4 สาขา (ขยายด้วยวิธีปกติ 2 สาขา และ M&A 2 สาขา) ซึ่งแม้จะไปตามแผนการเติบโตประจำปีของบริษัทฯ แต่การขยายในรูปแบบ M&A จำนวน 2 สาขา ทำให้สามารถเปิดให้บริการได้เร็วกว่าคาด ii) รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากดีล M&A สปา 3 ดาว ที่คาดว่าจะเปิดได้อย่างเร็วในเดือน ก.ค. 2015 และเริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่เดือน ส.ค. 2015 เป็นต้นไป (รายละเอียดเพิ่มเติมของการขยายสาขาอยู่ในตาราง Figure 3) และ iii) แนวโน้มการขยายแฟรนไชส์ไปจีน คาดว่าจะได้ข้อสรุปทันสิ้นปี 2015 ซึ่งจะทำให้บริษัทฯ รับรู้รายได้จากการขยายแฟรนไชส์ในก้อนแรกทันทีราว 5 ล้านบาท ทั้งนี้ภายใต้ประมาณการฉบับใหม่ปี 2015 เราคาดว่ากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นจากเดิม 89 ล้านบาท เป็น 106 ล้านบาท และจะเติบโตอีก 40% y-y ในปี 2016 จากการรับรู้รายได้เต็มปีของสาขาที่ M&A เข้ามาในปี

TP ใหม่ปี 2015 เพิ่มเป็น 8.60 บาท

เราปรับราคาเป้าหมายใหม่ (TP15F) เป็น 8.60 บาท จากเดิม 7.20 บาท ด้วยวิธี DCF (WACC 9% ,L-T Growth 5%) คิดเป็น PER 45x และ PEG Ratio 0.3x เทียบกับ EPS Growth 15F (+142%) และราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 10.2 บาท แนะนำ "ซื้อ"

Forecasts & Valuation						
Year-end 31 Dec (THB mn)	FY 12	FY 13	FY 14	FY 15F	FY 16F	FY 17F
Revenue	242.97	319.75	338.41	550.95	692.87	823.90
EBITDA	46.65	91.72	64.34	157.85	212.04	268.21
Norm. Profit	17.81	57.42	33.25	105.98	148.39	191.57
Net Profit	17.81	57.42	33.25	105.98	148.39	191.57
EPS (THB)	0.11	0.14	0.08	0.19	0.26	0.34
EPS Growth (%)	n.a.	n.a.	n.a.	141.9%	40.0%	29.1%
PER (x)	0.00	0.00	98.89	40.88	29.19	22.61
BV/share (THB)	0.55	0.51	0.85	1.02	1.21	1.44
P/BV (x)	0.00	0.00	8.97	7.45	6.30	5.29
EV/EBITDA (x)	0.00	0.00	66.61	27.07	19.86	15.44
DPS (THB)	0.00	0.00	0.01	0.07	0.10	0.13
Dividend yield (%)	0.0%	0.0%	0.2%	1.0%	1.4%	1.8%
ROE (%)	55.4%	38.4%	9.7%	19.9%	23.4%	25.4%
Int. bearing D/E (x)	2.16	0.40	0.12	0.04	0.03	0.02

Sources: Company data, CNS IRIS

Investment Research and Investor Services

21 July 2015

Rating	BUY
TP15F (WACC 9.0%, L-T 5%)	THB 8.60
Closing price	7.60
Upside/Downside	13.2%

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

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

Key Data

Shares in Issue (mn)	570.00
Market Cap (THBmn)	4,446.0
12-mth High/Low (THB)	8.30/4.00
3-mth avg daily turnover (THBmn)	37.90
Foreign Limit/ Actual (%)	49.00%
Expected Free Float (%)	28.38%
NVDR (%)	0.05
Dividend Policy (%)	At least 40%
Par Value (THB)	0.25

Major Shareholders (%)

1. นายประเสริฐ จีวรารณสถิตย์	13.80%
2. นายวิบูลย์ อุตสาหจิต	13.80%
3. นางปราณี ศุภวัฒน์เกียรติ	10.65%
4. นางฐานิสร อมรธีรสรณ์	10.65%
5. นายธนวัฒน์ อุตสาหจิต	4.31%

Strategy Analysts

Korapat Vorachet
Analyst Registration No. 043100
Korapat.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

Figure 1: Summary of forecast changes and target price change

Year-end 31 Dec	2015F			2016F		
	Old	New	%Change	Old	New	%Change
Sales(THBmn)	508.00	550.95	8%	587.00	692.87	18%
Net Profit(THBmn)	88.91	105.98	19%	105.18	148.39	41%
EPS(THB)	0.16	0.19	19%	0.18	0.26	41%
Gross margin(%)	0.39	40.76%		0.39	42.80%	
Net margin(%)	0.18	19.24%		0.18	21.42%	
Target price(Bt)	7.2	8.6	19%	10.2		

Sources: CNS IRIS

Figure 2: Earnings Preview 2Q15

Profit & Loss Statement											
	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	% Q-Q	% Y-Y
Sales & Services	71.05	80.88	92.36	73.92	68.87	88.94	106.68	115.57	125.97	9%	83%
Cost of goods sold	42.42	45.38	54.59	48.73	49.66	59.99	66.96	69.96	78.73	13%	59%
Gross Profit	28.63	35.50	37.77	25.19	19.21	28.95	39.73	45.61	47.24	4%	146%
Tax	3.08	4.34	4.51	1.29	0.53	2.26	2.61	5.83	7.42	27%	1308%
Net profit (Loss)	12.08	16.88	16.95	4.86	1.41	9.46	17.52	23.67	22.60	-5%	1498%
Normalized Profit (Loss)	12.08	16.88	16.95	4.86	1.41	9.46	17.52	23.67	22.60	-5%	1498%
Reported EPS (THB)	12.084	16.879	16.948	0.012	0.004	0.024	0.031	0.042	0.040	-5%	1022%
Gross Margin (%)	40.3%	43.9%	40.9%	34.1%	27.9%	32.5%	37.2%	39.5%	37.5%	n.a.	n.a.
Net Margin (%)	17.0%	20.9%	18.4%	6.6%	2.1%	10.6%	16.4%	20.5%	17.9%	n.a.	n.a.

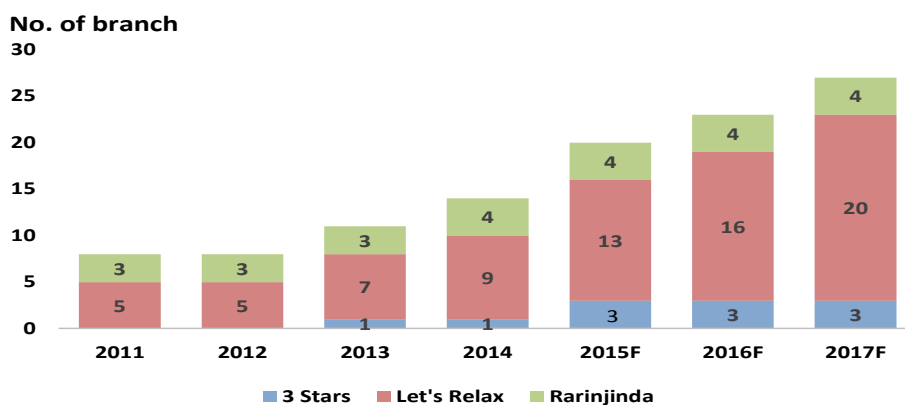
Sources: Company data, CNS IRIS

Figure 3: Operation's Timeline

No.	Brand	Method	Location	Timeline	Operating period**
1	Let's Relax	M&A	Park Lane (Ekamai)	July-15	6 months
2	Let's Relax	Organic Growth	Chiangmai Walking Street	Aug-15**	4.5 months
3	Let's Relax	M&A	Suan Plu	Oct-15**	3 months
4	Let's Relax	Organic Growth	The Street Ratchada	Nov-15**	2 months
5	3 stars	M&A	n.a.	Jul 15-Aug 15**	3 months
6	3 stars	M&A	n.a.	Jul 15-Aug 15**	3 months
7	3 stars	M&A	n.a.	Jul 15-Aug 15**	3 months

Sources: Company data, ** CNS IRIS

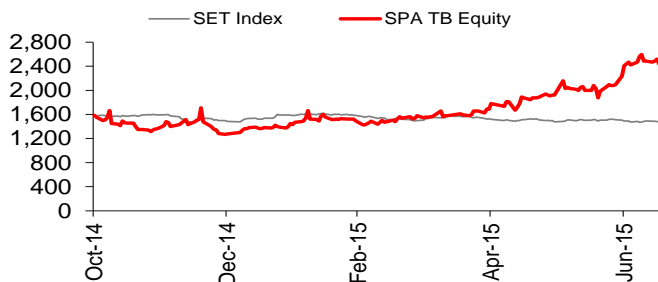
Figure 4 :Summary



Key data on SPA

Relative performance chart

SPA vs SET Index



Statement of financial position

As at 31 Dec (THBmn)	FY 12	FY 13	FY 14F	FY 15F	FY 16F	FY 17F
Cash	60.2	19.6	104.0	83.8	141.4	209.5
Account receivable	6.3	6.4	8.5	15.1	24.7	33.9
Inventory	7.4	9.5	7.5	17.9	21.7	25.1
Other current assets	0.7	0.7	1.0	107.1	110.0	113.5
Total current assets	74.5	36.1	221.0	223.8	297.8	381.9
Fixed assets	257.5	297.0	359.5	454.5	498.5	557.5
Other assets	16.4	16.2	20.3	16.9	17.2	17.5
Total assets	348.3	349.3	600.9	695.2	813.5	956.9
Account payable - Net	46.2	36.0	41.0	62.6	76.0	88.0
Short-term debt	0.0	16.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Current portion of long-term loans	4.2	13.2	12.7	3.6	3.1	2.6
Other current liabilities	6.8	9.6	2.7	11.0	13.9	16.5
Total current liabilities	57.3	74.8	56.4	77.2	92.9	107.1
Long-term loan	187.2	53.1	44.8	20.4	17.4	14.8
Other liabilities	15.1	16.1	16.7	16.1	15.8	15.4
Total liabilities	259.6	144.0	117.9	113.7	126.0	137.3
Paid-up capital	40.0	100.0	142.5	142.5	142.5	142.5
Share premium	0.0	38.7	278.9	278.9	278.9	278.9
Retained earnings	23.3	81.3	74.1	172.6	278.6	410.8
Other adjustments	30.2	-14.8	-12.6	-12.6	-12.6	-12.6
Total equity	93.5	205.2	483.0	581.4	687.4	819.7
Minority Interest	-4.8	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Total liabilities and equity	348.3	349.3	600.9	695.2	813.5	956.9
check	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Cashflow statement

Year-end 31 Dec (THBmn)	FY 12	FY 13	FY 14F	FY 15F	FY 16F	FY 17F
Net Profit	17.8	57.4	33.2	106.0	148.4	191.6
Forex & other extraordinary adjustment	16.9	22.2	22.1	0.0	0.0	0.0
Depreciation & amortization	24.4	21.1	22.1	28.8	32.4	36.9
Net change in working capital & others	10.1	-29.8	-24.3	12.9	2.8	2.0
Net operating cash flows	69.2	70.9	53.2	147.7	183.6	230.5
Net capital expenditure	-56.0	-56.3	-185.8	-127.0	-80.0	-100.0
Free cash flow	13.2	14.6	-132.6	20.7	103.6	130.5
Other items	0.0	-1.0	-7.2	0.0	0.0	0.0
Debt issue	23.0	-109.1	-24.8	-33.5	-3.6	-3.1
Equity issue	0.0	55.0	289.0	0.0	0.0	0.0
Dividend paid	0.0	0.0	-40.0	-7.5	-42.4	-59.4
Net financing cash flows	23.0	-55.2	217.0	-41.0	-46.0	-62.4
Net cash	36.2	-40.5	84.4	-20.3	57.6	68.1
Net cash / (Debt) at beginning	23.9	60.2	19.6	104.0	83.8	141.4
Net Cash / (Debt) at ending	60.2	19.6	104.0	83.8	141.4	209.5
check	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Sources: Company data, CNS IRIS

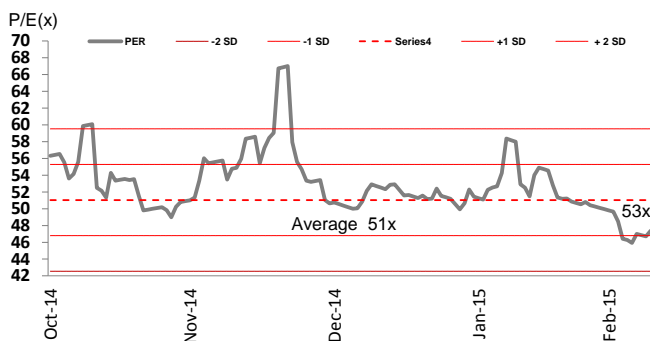
Statement of comprehensive income

Year-end 31 Dec (THBmn)	FY 12	FY 13	FY 14F	FY 15F	FY 16F	FY 17F
Revenue	242.97	319.75	338.41	550.95	692.87	823.90
Cost of goods sold	165.06	186.56	225.34	326.38	396.31	458.93
Gross profit	77.91	133.19	113.07	224.57	296.55	364.97
SG&A	54.78	59.66	72.56	95.53	116.92	133.67
EBIT	28.33	79.80	45.46	133.91	186.82	240.60
Depreciation & amortisation	24.71	21.26	27.85	32.01	36.01	41.01
EBITDA	46.65	91.72	64.34	157.85	212.04	268.21
Interest expense	3.46	4.00	5.53	1.44	1.33	1.13
Other income	5.20	6.27	4.95	4.87	7.19	9.30
Pre-tax profit (loss)	24.87	75.80	39.93	132.47	185.49	239.46
Tax	6.61	15.49	6.68	26.49	37.10	47.89
After-tax profit (loss)	18.26	60.31	33.25	105.98	148.39	191.57
Forex gain (loss)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other extraordinary Items	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Minority interests	0.45	2.89	0.00	0.00	0.00	0.00
Net profit (loss)	17.81	57.42	33.25	105.98	148.39	191.57
Normalised net profit (loss)	17.81	57.42	33.25	105.98	148.39	191.57
Reported EPS (THB)	0.11	0.14	0.08	0.19	0.26	0.34

Valuation and ratios

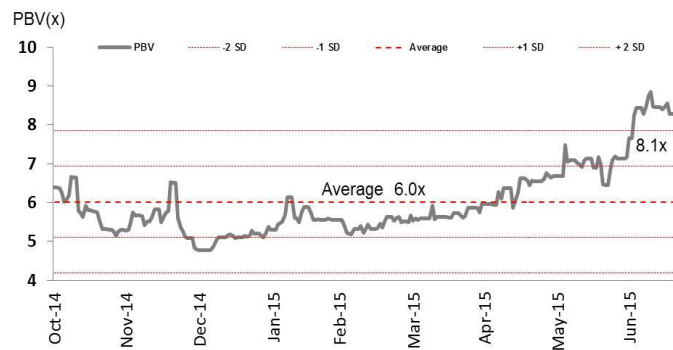
Year-end 31 Dec	FY 12	FY 13	FY 14F	FY 15F	FY 16F	FY 17F
<i>Per Share (THB)</i>						
EPS	0.11	0.14	0.08	0.19	0.26	0.34
DPS	0.00	0.00	0.01	0.07	0.10	0.13
BVPS	0.55	0.51	0.85	1.02	1.21	1.44
EV	0.00	0.00	7.52	7.50	7.39	7.26
<i>Multiplier (x)</i>						
PER	0.00	0.00	98.89	40.88	29.19	22.61
P/BV	0.00	0.00	8.97	7.45	6.30	5.29
EV/EBITDA	0.00	0.00	66.61	27.07	19.86	15.44
Dividend yield (%)	0%	0%	0%	1%	1%	2%
<i>Growth (%)</i>						
Sales growth	39%	32%	6%	63%	26%	19%
EBITDA growth	-8%	97%	-30%	145%	34%	26%
Normalised profit growth	1461%	222%	-42%	142%	40%	29%
Net profit growth	1461%	222%	-42%	219%	40%	29%
EPS growth	n.a.	n.a.	n.a.	142%	40%	29%
<i>Profitability Ratio (%)</i>						
Gross margin	32%	42%	33%	41%	43%	44%
EBITDA margin	19%	29%	19%	29%	31%	33%
EBIT margin	12%	25%	13%	24%	27%	29%
Net margin	7%	18%	10%	19%	21%	23%
ROE	55%	38%	10%	20%	23%	25%
ROA	6%	16%	7%	16%	20%	22%
ROCE	10%	27%	10%	23%	28%	30%
<i>Asset Utilization (x)</i>						
Fixed asset turnover	17.51	19.64	18.52	29.62	40.68	47.42
Receivable turnover	31.25	50.59	45.72	46.79	34.84	28.15
Inventory turnover	34.32	22.17	26.57	25.73	20.02	19.59
Payable turnover	4.44	4.54	5.86	6.30	5.72	5.60
<i>Liquidity ratio (x)</i>						
Current ratio	1.30	0.48	3.92	2.90	3.20	3.57
Quick ratio	0.25	0.22	2.07	1.81	1.68	1.61
<i>Leverage ratios (x)</i>						
Liabilities / equity	2.92	0.70	0.24	0.20	0.18	0.17
Interest-bearing debt / equity	2.16	0.40	0.12	0.04	0.03	0.02
Interest coverage	8.19	19.95	8.22	92.92	140.14	212.33
Debt service coverage	0.21	0.82	5.63	-2.52	-2.07	-1.54

PER Band – SPA



Sources: CNS IRIS, Bloomberg

PBV Band - SPA



Sources: CNS IRIS, Bloomberg