

บมจ. สยามเวลเนสกรุ๊ป

เติบโตโดดเด่นสวนเหตุระเบิด

SPA ยังคงแสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งของแบรนด์และอุตสาหกรรม

ผลประกอบการ 3Q15 มีกำไรสุทธิ 28.4 ล้านบาท ดีกว่าคาดจาก SG&A ที่ต่ำกว่าคาด แต่เรายังเชื่อว่ายังไม่สะท้อนศักยภาพที่แท้จริงเพราะมีเหตุระเบิดและค่าใช้จ่ายในการควบรวมกิจการ Baan Suan Massage แนวโน้มธุรกิจเติบโตต่อเนื่องผ่านการขยายสาขาและการรับรู้ Synergy จากการควบรวมกับแนวหมอนักท่องเที่ยวที่คาดสูงถึง 29.5 ล้านคนในปีนั้นและ 31.6 ล้านคนในปีหน้า สอดคล้องกับแผนขยายสาขาในเชิงรุกมากขึ้นที่ 10 สาขา (เดิมคาด 6 สาขา) ทำให้เราปรับประมาณการขึ้นและได้ราคาเป้าหมายใหม่ 11.3 บาท คิดเป็น PER ปี 2015-16 ที่ 51 และ 36 เท่าตามลำดับ แม้สูงเมื่อเทียบกับกลุ่มแต่เป็นคุณลักษณะของหุ้นเติบโตขนาดนี้เมื่อคิดเป็น PEG 16 ยังต่ำเพียง 0.85 เท่า ขณะที่ Downside Risk มีจำกัดจากประเด็นความไม่สงบในประเทศ ซึ่งเป็นเรื่องนอกเหนือการควบคุมและกระทบระยะสั้นเสมอมา

กำไรสุทธิ 3Q15 อยู่ที่ 28.4 ล้านบาท ทำได้ดีกว่าคาดเช่นเคย

SPA มีกำไรสุทธิที่ 28.4 ล้านบาท (+201% YoY, +21% QoQ) ดีกว่าที่เราคาดไว้ 9% พื้นตัวโดดเด่นจากฐานต่ำในปีที่แล้วและเติบโตต่อเนื่องจากไตรมาสก่อนจากการขยายสาขาเพิ่มจำนวน 6 สาขา โดยมีรายได้อยู่ที่ 140 ล้านบาท (+57% YoY, +15% QoQ) ตามจำนวนนักท่องเที่ยวที่ยังเติบโตต่อเนื่อง 24% และ Staff U-rate ที่ 83% เป็นอีกหนึ่งไตรมาสที่ดีแม้ว่าจะได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ระเบิดที่ส่งผลกระทบต่อยอดขายราว 5-10% และมีเริ่มรับรู้รายได้สัปดาห์ 3 ดาว ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 36.1% จาก 37.9% ในไตรมาสก่อนและ 32.5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่ SG&A กลับไม่เพิ่มขึ้นตามรายได้สะท้อนให้เห็นการประหยัดจากขนาดที่เริ่มส่งผลกระทบต่อผลประกอบการ

เข้าสู่ High Season แนวโน้มสดใสภาพเติบโต QoQ ต่อเนื่องขอเพียงความสงบเรียบร้อยในประเทศ

ประเมินผลประกอบการ 4Q15 ที่ 40 ล้านบาท (+128% YoY, +41% QoQ) โดดเด่นสุดจากการเข้าสู่ High Season ของธุรกิจและรับรู้รายได้สาขาเปิดใหม่ 6 สาขาเต็มไตรมาส พร้อมกับการเปิดสาขาเพิ่ม 2 สาขา คือ Let's Relax สวนพหลุและ The Street รัชดา รวมสาขา ณ สิ้นปีจะมี 21 สาขา ในไทยและ 1 สาขา ในจีน และจะมีการรับรู้รายได้พิเศษค่า Upfront Fee จำนวนหนึ่งใน 4Q15 เราเชื่อว่าแนวโน้มผลประกอบการจะยังทำจุดสูงสุดเป็นรายได้ไตรมาสติดต่อกันอีก 2-3 ไตรมาสเป็นอย่างน้อย ทำให้ครั้งนี้เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2015-17 ขึ้น 8-10% เพื่อสะท้อนการเติบโตที่ดีกว่าคาดและแผนการขยายสาขาเชิงรุกเพิ่มขึ้นของบริษัทที่ 10 สาขา ทั้งนี้เรายังไม่รวม Upside เพิ่มเติมจากการขยายสาขาและเข้ารับจ้างบริหารสปาทั้งในและต่างประเทศ

ยืนยัน "ซื้อ" ราคาเป้าหมายใหม่ 11.30 บาท

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยปรับราคาเป้าหมายปี 2016 ขึ้นเป็น 11.3 บาท/หุ้น ถึง DCF (WACC 8.8%, TG 5%) จากเดิม 10.4 บาท แม้มีราคาหุ้นปรับสูงขึ้นกว่า 22% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ทำให้เหลือ Total Return เพียง 10% แต่เรายังเชื่อว่ามีโอกาสทำได้ดีกว่าคาดจากการขยายสาขาต่อเนื่องต่างประเทศและการเข้ารับจ้างบริหารที่เรายังไม่รวมไว้ในประมาณการ ในด้านฐานะทางการเงินยังคงแข็งแกร่งปราศจากหนี้พร้อมสำหรับการ Leverage ตัวเองเพื่อเติบโตก้าวกระโดดได้อีก และยังมีเรื่องราวการเติบโตในจีนที่ต้องติดตาม (ประชากรใน 3 มณฑลที่บริษัทได้ทำสัญญาจะมีจำนวนถึง 187 ล้านคน สูงกว่าประชากรไทยทั้งประเทศถึง 2.9 เท่า) ทั้งนี้เราประเมินมูลค่าแบบอนุรักษ์นิยมว่าทุก 1 สาขาที่ขยายแฟรนไชส์เพิ่มขึ้นจะเพิ่มมูลค่าหุ้น SPA 0.10 บาท/หุ้น ความเสี่ยง: บุคลากรขาดแคลน, ความอ่อนไหวต่อความไม่สงบในประเทศ

Rating

BUY

(Unchanged)

12 month Target Price

Bt11.30

Current Price (09/11/2015)

Bt10.40

Upside/Downside

9%

CG Rating

3

Anti-corruption

N/R

Sector

SERVICE (mai)

Sector PER (x)

117.6x

SHARE SUMMARY

Issued shares:	570.0m
Par value:	Bt0.25
Market capitalization:	Bt5.9bn
Avg. Daily Turnover:	Bt30.6m
Foreign Limit/Actual (%)	49/0
Free Float:	28.4%
NVDR:	0.0%
Beta (3 years)	0.8x

TISCO's forecast vs. consensus

EPS (Bt)	TISCO	Consensus	% Diff.
2015F	0.20	0.17	17.6%
2016F	0.29	0.25	16.0%

PRICE / PRICE RELATIVE



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	-1m	-3m	-12m
SPA	22.35	12.43	94.39
SET	0.75	-1.24	-11.14

Sontanawoot Ratchatrakul

(ID : 53288)

(66) 2633 6524

sontanawoo@tisco.co.th

Financial Summary

Year End Dec 31	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total Revenue (Bt, m)	243	320	338	537	781	962
EBITDA (Bt, m)	53	101	73	183	251	320
Net profit (Bt, m)	18	60	33	115	163	214
Net profit growth (%)	5.8%	229.9%	-44.8%	244.5%	42.5%	30.9%
EPS (Bt)	44.53	66.9	0.06	0.20	0.29	0.37
EPS growth (%)	n.a.	n.a.	-61.3%	244.5%	42.5%	30.9%
PER (X)	n.a.	n.a.	135.44	51.75	36.33	27.75
PBV (X)	n.a.	n.a.	13.61	8.60	7.16	5.91
Yield (%)	n.a.	n.a.	0.3%	0.8%	1.1%	1.4%
ROE (%)	19.5%	40.3%	9.7%	21.5%	25.4%	27.6%

Source: TISCO Research, company data

รูปที่ 1. ผลประกอบการ 3Q15

Bt,m	3Q15	3Q14	YoY	2Q15	QoQ	9M15F	9M14	YoY
Sale revenue	140	89	57.4%	122	15.2%	377	232	62.7%
Cost of sales and services	89	60	49.1%	75	18.5%	235	158	48.3%
Gross Profit	51	29	74.5%	46	9.7%	142	73	93.9%
S&A Expenses	19	12	56.8%	20	-4.6%	56	45	24.9%
EBIT	36	13	173.7%	30	21.1%	96	24	303.5%
Interest expense	0	2	-94.1%	0	-78.1%	1	4	-72.4%
Net Profit before Tax	36	12	209.2%	30	22.5%	95	20	381.1%
Net Profit Bef Extra	28	9	200.7%	24	20.5%	76	16	381.2%
Net Profit	28	9	200.7%	24	20.5%	76	16	381.2%
EPS (Bt)	0.05	0.02	200.7%	0.04	20.5%	0.13	0.03	381.2%
Gross margin	36.1%	32.5%		37.9%		37.7%	31.7%	
SG&A to sales	13.4%	13.5%		16.2%		14.8%	19.3%	
EBIT margin	25.9%	14.9%		24.7%		25.6%	10.3%	
Net margin	20.3%	10.6%		19.4%		20.1%	6.8%	

ที่มา : SPA

รูปที่ 2. Change in key assumption

Bt,m	2015F			2016F			2017F		
	Old	New	% Chg	Old	New	% Chg	Old	New	% Chg
Sale Revenue	532	537	0.9	731	781	6.8	912	962	5.5
Gross margin (%)	40.5	40.6	0.3	40.40	39.7	-1.8	41.60	40.9	-1.6
Net profit	106	115	7.9	148	163	10.0	197	214	8.2
EPS (Bt)	0.19	0.20	7.9	0.26	0.29	10.0	0.35	0.37	8.2
Change in key assumptions									
Staff Utilization rate	79%	80%	1.3	81%	82%	1.2	81%	82%	1.2
Branches Year End(Domestic)	21	21.0	0.0	27.0	31.0	14.8	32.0	36.0	12.5

ที่มา : TISCO Research Estimates

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 :

Level 5 Extended :	Extension of the anti-corruption policy to business partners in the supply chain, and disclosure of any current investigations, prosecutions or closed cases.
Level 4 Certified :	Audit engagement by audit committee or auditors approved by the office of SEC, and receiving certification or assurance by independent external assurance providers (CAC etc.).
Level 3 Established :	Carrying out preventive measures, risk assessment, communication and training for all employees, including consistent monitoring and review processes.
Level 2 Declared :	Public declaration statement to participate in Thailand's private sector Collective Action Coalition Against Corruption (CAC) or equivalent initiatives.
Level 1 Committed :	Organization's statement or board's resolution to work against corruption and to be in compliance with all relevant laws.
Partially progress	Insufficient or not clearly defined policy.
No progress	Data not available / no policy

Disclaimer

The disclosure of (a) the survey result of corporate governance, which is surveyed by the Thai Institute of Directors Association ("IOD"), and (b) the Anti-Corruption Progress Indicators, which is assessed by Thaipat Institute, are the disclosure of the survey or assessment result based on the information received from the listed company that was stipulated in (a) the form for Annual Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) and (b) the form for the assessment of Anti-corruption that refers to the Annual.

Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2) or other relevant documents or reports of such listed company (as the case may be). The survey or assessment result is based on the information of the listed company, which is disclosed to the public and can be accessed by all investors, and is made in order to comply with the policy of the Office of the Stock Exchange of Thailand.

Nevertheless, the survey or assessment result is made from the perspective of the IOD or Thaipat Institute that are the third party only. It is not an assessment of operation of the listed company and is not based on any inside information.

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.