

บมจ. สยามเวลเนสกรุ๊ป

ยังสามารถคาดหวังการเติบโตที่สูงกว่าคาดได้

คาดผลประกอบการ 3Q15 มีกำไรสุทธิ 26 ล้านบาท

เราคาดว่าวันที่ 9 พ.ย.15 SPA จะรายงานกำไรสุทธิที่ 26 ล้านบาท (+175% YoY, +10% QoQ) เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากฐานต่ำปีที่แล้วที่ได้รับผลกระทบจากความไม่สงบในประเทศ และจากการที่ใน 3Q15 มีการเปิดสาขาเพิ่มรวม 6 สาขาแบ่งออกเป็น Let's Relax 2 สาขา และการเริ่มรับผู้รายได้จากเข้าซื้อ Baan Suan Massage 4 สาขา บวกกับภาพรวมนักท่องเที่ยวที่ยังเติบโตดี 24% YOY ทำให้ Staff U-rate ยังทรงตัวอยู่ที่ 83% (81% ใน 2Q15) ในช่วงดังกล่าวช่วยชดเชยเหตุการณ์ระเบิดเมื่อวันที่ 17 ส.ค.15 ทำให้สูญเสียรายได้ราว 5-10% ได้บางส่วน ขณะที่รายได้ของ Baan Suan Massage ยังทำให้บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากลูกค้าในประเทศเพิ่มขึ้นเป็นราว 30% จาก 20% ในปี 2014

มีมุมมองเชิงบวกต่อการเข้าสู่ช่วง High Season การท่องเที่ยวใน 4Q15-1Q16

เรายังคงซื้อขอการเติบโตผ่านการขยายสาขาของบริษัทอย่างต่อเนื่อง โดยใน 4Q15 จะมีการเปิดสาขาเพิ่มอีก 2 สาขา คือ Let's Relax สวนพหลุและ The Street รัชดา รวมสาขา ณ สิ้นปีจะมี 21 สาขา ในไทยและ 1 สาขาในจีน ส่งผลต่อแนวโน้มกำไรจะยังทำจุดสูงสุดเป็นรายไตรมาสได้ต่อเนื่องอีก 2-3 ไตรมาสเป็นอย่างน้อย ขณะที่ผู้บริหารปรับเป้าการขยายสาขาในปี 2016 เพิ่มเป็น 10 สาขา จากเดิม 6 สาขา แบ่งเป็นสปา 4 ดาว (Let's Relax) 6 สาขา และ 3 ดาว (Baan Suan Massage) 4 สาขา ภายใต้งบ 200 ล้านบาท ไม่รวมการ M&A เพิ่มเติม โดยจะเปิด Let's Relax สาขาแรกที่มาบุญครองชั้น 5 ในช่วง ก.พ.16 ซึ่งเราคาดว่าจะเป็อีกหนึ่งสาขาที่ได้รับการตอบรับสูง ส่วนการขยายสาขาแรกในจีนยังเป็ไปตามแผนและคาดจะมีการรับผู้รายได้พิเศษค่า Upfront Fee จำนวนหนึ่งใน 4Q15 (เดิมคาดทยอยรับ 5 ปี)

จะเริ่มรับรู้ Synergy Effect ในระยะกลาง-ยาว

โดยรวมผู้บริหารมีมุมมองการเข้าซื้อ Baan Suan Massage ที่เป็ไปตามคาดหลังเริ่มดำเนินการภายใต้ SPA ได้ราว 2 เดือน โดยช่วยกระจายความเสี่ยงของฐานรายได้เนื่องจากอยู่ในเขตกรุงเทพฯ ชั้นนอกและเป็ลูกค้าในพื้นที่เป็หลัก ขณะที่พฤติกรรมการใช้บริการของลูกค้าจะเป็การซื้อคูปองล่วงหน้ากว่า 80% ทำให้มีกระแสเงินสดดี และมีการปรับปรุงตกแต่งเพิ่มเติมเพื่อโอกาสปรับราคาในอนาคตเนื่องจากราคาปัจจุบันยังมีช่องว่างห่างจากคู่แข่งอยู่ราว 10% ส่วนการสั่งซื้อ Spa Product ได้ทำการสั่งซื้อจากทาง SPA ทำให้ได้มีต้นทุนที่ลดลงราว 60% อย่างไรก็ตามในระยะสั้นจะมีค่าใช้จ่ายในการซื้อและค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ที่จะต้องบันทึกเข้ามาตามระยะสัญญาเช่าที่เหลืออยู่ในแต่ละแห่งทำให้กระทบประสิทธิภาพการทำการกำไรบ้างเล็กน้อย แต่จะช่วยเพิ่มการประหยัดจากขนาดในภายหลังเมื่อมีการขยายสาขา

คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 10.4 บาท ในฐานะหุ้นเติบโตขนาดแท้

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยมีราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 10.4 บาท/หุ้น อิง DCF (WACC 8.8%, TG 5%) มี Upside 13% เติบโตไปกับการท่องเที่ยวที่เป็จุดแข็งของประเทศ เราคงสมมติฐานที่อนุรักษนิยมการขยายสาขาไว้ที่ 6 สาขา แต่ทำให้มีโอกาสปรับประมาณการขึ้นหากสามารถขยายสาขาได้ตามเป้าของผู้บริหารที่ 10 สาขา และยังมี Upside Risk จากสปาในจีน(ประชากรใน 3 มณฑลที่บริษัทได้ทำสัญญามีจำนวนถึง 187 ล้านคน สูงกว่าประชากรไทยทั้งประเทศถึง 2.9 เท่า) ทั้งนี้เราประเมินมูลค่าแบบอนุรักษ์นิยมว่าทุก 1 สาขาที่ขยายแฟรนไชส์เพิ่มขึ้นจะเพิ่มมูลค่าหุ้น SPA 0.10 บาท/หุ้น **ความเสี่ยง:** บุคลากรขาดแคลน, ความอ่อนไหวต่อความไม่สงบในประเทศ

Financial Summary

Year End Dec 31	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total Revenue (Bt, m)	243	320	338	532	731	912
EBITDA (Bt, m)	53	101	73	175	235	303
Net profit (Bt, m)	18	60	33	106	148	197
Net profit growth (%)	5.8%	229.9%	-44.8%	219.3%	39.8%	33.1%
EPS (Bt)	44.53	66.9	0.06	0.19	0.26	0.35
EPS growth (%)	n.a.	n.a.	-61.3%	219.3%	39.8%	33.1%
PER (X)	n.a.	n.a.	135.44	49.39	35.34	26.56
PBV (X)	n.a.	n.a.	13.61	8.73	7.37	6.13
Yield (%)	n.a.	n.a.	0.3%	0.8%	1.1%	1.5%
ROE (%)	19.5%	40.3%	9.7%	20.1%	23.6%	26.3%

Source: TISCO Research, company data

Rating

BUY

(Unchanged)

12 month Target Price

Bt10.40

Current Price (15/10/2015)	Bt9.20
Upside/Downside	13%
CG Rating	N/R
Anti-corruption	N/R

Sector	SERVICE (mai)
Sector PER (x)	117.6x

SHARE SUMMARY

Issued shares:	570.0m
Par value:	Bt0.25
Market capitalization:	Bt5.2bn
Avg. Daily Turnover:	Bt41.7m
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	0.18	0.16	12.5%
2016F	0.26	0.26	0.4%

PRICE / PRICE RELATIVE



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	-1m	-3m	-12m
SPA	12.88	14.29	180.39
SET	3.99	-3.78	-7.89

Sontanawoot Ratchatrakul

(ID : 53288)

(66) 2633 6524

sontanawoo@tisco.co.th

รูปที่ 1. คาดผลประกอบการ 3Q15F

Bt,m	3Q15F	3Q14	YoY	2Q15	QoQ	9M15F	9M14	YoY
Sale revenue	136	89	52.9%	122	11.9%	373	232	61.0%
Cost of sales and services	86	60	43.4%	75	14.0%	231	158	46.1%
Gross Profit	50	29	72.7%	46	8.6%	142	73	93.2%
S&A Expenses	22	12	83.7%	20	11.8%	59	45	32.1%
EBIT	33	13	148.7%	30	10.0%	93	24	289.7%
Interest expense	1	2	-67.8%	0	20.5%	2	4	-62.4%
Net Profit before Tax	33	12	177.5%	30	9.9%	92	20	362.3%
Net Profit Bef Extra	26	9	174.9%	24	10.2%	73	16	365.7%
Net Profit	26	9	174.9%	24	10.2%	73	16	365.7%
EPS (Bt)	0.05	0.02	174.9%	0.04	10.2%	0.13	0.03	365.7%
Gross margin	36.8%	32.5%		37.9%		38.0%	31.7%	
SG&A to sales	16.2%	13.5%		16.2%		15.9%	19.3%	
EBIT margin	24.3%	14.9%		24.7%		25.0%	10.3%	
Net margin	19.1%	10.6%		19.4%		19.6%	6.8%	

ที่มา : SPA, 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 2014

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.