

บมจ. สยามเวลเนสกรุ๊ป

เดินทางสร้างตลาดใหม่ ๆ และส่งมอบความคาดหวังได้เสมอ

ยังคงแผนขยายสาขาเชิงรุก เดินทางสร้างตลาดใหม่ ๆ

ผู้บริหารตั้งเป้าเติบโต 30% ในปี 2017 และคงแผนขยาย 10 สาขาต่อปี ในช่วง 3 ปีข้างหน้า ผลประกอบการ 3Q16 ที่โดดเด่นสะท้อนให้ภาพของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวที่ยังแข็งแกร่ง การเปิด Let's Relax Onsen & Spa นอกจากจะเป็นธุรกิจที่มีอัตรากำไรสูงและมี Downside จำกัดแล้ว ยังช่วยลดความเสี่ยงในแง่ของความอ่อนไหวของนักท่องเที่ยวต่างชาติอีกด้วย เนื่องจากลูกค้า Expat ชาวญี่ปุ่นจำนวนกว่า 100,000 คนอาศัยอยู่ในประเทศไทยอยู่แล้ว ขณะที่ภาครัฐยังเตรียมออกมาตรการเพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายช่วงปลายปีต่อเนื่องจากปีที่แล้ว เราปรับประมาณการขึ้นและยังคงคำแนะนำ “ซื้อ”

เปิดตัว Let's Relax Onsen & Spa รับ High Season เน้นลูกค้าระดับบน

เปิดตัว Let's Relax Onsen & Spa บนชั้น 5 ของโรงแรม Grande Centre Point Thonglor เจาะตลาด Premium ชาวญี่ปุ่นที่อาศัยอยู่ในประเทศไทย (Expat) ซึ่งมีความเป็น Modern Private Onsen เหมือนคู่แข่ง เรามองว่ามีโอกาสที่ลูกค้าของทั้งสปา และ Onsen จะดึงดูดกันให้เกิด Traffic ที่หนาแน่นในระยะยาว อีกทั้งด้วยต้นทุนคงที่ที่ต่ำจากระบบ Revenue Sharing หากสามารถหาลูกค้าเข้าใช้บริการได้ที่ระดับ 200 คน/วัน ขึ้นไป เราประเมินอัตรากำไรขั้นต้นจะสูงถึง 45-52% (เทียบกับปัจจุบันของ SPA ที่ราว 35-36%) ขณะที่ด้าน Downside Risk ถูกจำกัดด้วย Revenue Sharing และลูกค้าจากห้องพักกว่า 400 ห้องที่อยู่ในตึก

แนวโน้มทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง ปรับประมาณการขึ้นเฉลี่ย 7.5% ต่อปีในปี 2017-18F

Staff-Utilization rate ใน 3Q16 ที่สูงถึง 88% เทียบกับ 83% ใน 3Q15 แม้ไม่ใช่ช่วง High Season น่าจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วง High Season เราคาดผลประกอบการ 4Q16 จะทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่องที่ราว 44.5 ล้านบาท (+44% YoY, +10% QoQ) โดยมีปัจจัยขับเคลื่อนจาก 1) เข้าสู่ช่วง High Season ของธุรกิจ 2) การปรับราคาคอร์สนวดแผนไทยของ Baan Suan ขึ้นราว 9% เป็น 490 บาท (จาก 450 บาท/2 ชั่วโมง) 3) การเปิดสาขาเพิ่มเติม 4 สาขา รวมถึง Onsen สาขาแรกของบริษัท ทำให้สาขาในปีนี้จะครบ 30 สาขาตามเป้าหมายของบริษัท เรายังได้ปรับประมาณการปี 2017-18F ขึ้น 6% และ 9% ตามลำดับ เพื่อสะท้อนถึงรายได้ที่เติบโตดีกว่าคาดและส่วนของ Onsen ที่เพิ่มเข้ามามีส่วนราว 2.2% ของรายได้ในปี 2017-18F ด้านการขยายสาขาในปี 2017 วางแผนไว้ 10 สาขาเช่นเดิม โดยหาพื้นที่ไว้เรียบร้อยแล้ว 6 สาขาและคาดว่าจะเปิดได้ราว 2-3 สาขาตั้งแต่ 1Q17 (Let's Relax กระรอน, กระบี่)

คงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 14.7 บาท

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ภายหลังปรับประมาณการขึ้น ด้วยราคาเป้าหมายปี 2017 ที่ 14.7 บาท (DCF WACC = 9.5% TG = 5%) แม้ราคาปัจจุบันในเชิง PER จะไม่ถูก แต่หุ้นมีการเติบโตสูง 33.8% CAGR ทำให้ในแง่ของ PEG ยังอยู่ที่ระดับ 1.1X สะท้อนความเป็น Growth Stock ขณะที่ด้านสาขา Franchise ในประเทศจีนเริ่มส่งคืนผลตอบแทนแล้วและยังมีการขยายสาขาในต่างประเทศเพิ่มเติมที่พร้อมเป็น Upside อยู่ตลอด **โอกาส:** การขยายสาขา Franchise ในประเทศจีน **ความเสี่ยง:** บุคลากรขาดแคลน, ความอ่อนไหวต่อความไม่สงบในประเทศ, โรคระบาด

Rating

BUY

(Unchanged)

12 month Target Price

Bt14.70

Current Price (18/11/2016)

Bt12.60

Upside/Downside

17%

CG Rating

3

Thai CAC

n.a.

Sector

SERVICE (mai)

Sector PER (x)

n.a.

SHARE SUMMARY

Issued shares:	570.0m
Par value:	Bt0.3
Market capitalization:	Bt7.2bn
Avg. Daily Turnover:	Bt20.9m
Foreign Limit/Actual (%)	49/8
Free Float:	32.2%
NVDR:	0.4%
Beta (3 years)	1.2x

TISCO's forecast vs. consensus

EPS (Bt)	TISCO	Consensus	% Diff.
2016F	0.26	0.27	-0.2%
2017F	0.35	0.33	5.0%

PRICE / PRICE RELATIVE



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	-1m	-3m	-12m
SPA	13.51	6.78	24.75
SET	-0.25	-4.22	6.42

Sontanawoot Ratchatrakul

(ID : 53288)
(66) 2633 6524
sontanawoo@tisco.co.th

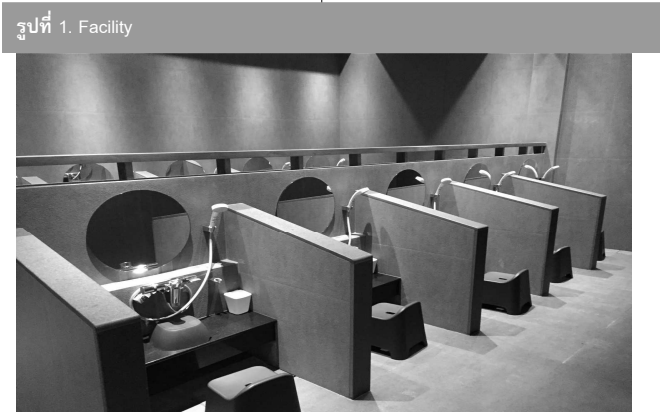
Financial Summary

Year End Dec 31	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total Revenue (Bt, m)	320	338	533	744	983	1,262
EBITDA (Bt, m)	101	73	174	243	312	390
Net profit (Bt, m)	60	33	106	151	198	254
Net profit growth (%)	229.9%	-44.8%	220.3%	41.5%	31.1%	28.6%
EPS (Bt)	66.9	0.06	0.19	0.26	0.35	0.45
EPS growth (%)	n.a.	-61.3%	220.3%	41.5%	31.1%	28.6%
PER (X)	n.a.	135.44	38.04	47.65	36.35	28.26
PBV (X)	n.a.	13.61	7.30	6.25	5.26	4.37
Yield (%)	n.a.	0.3%	1.4%	1.0%	1.4%	1.8%
ROE (%)	40.3%	9.7%	20.5%	25.0%	27.8%	29.9%

Source: TISCO Research, company data

เปิดตัว ONSEN เติมรูปแบบต่อยอดธุรกิจสปา

เมื่อวันที่ 15พ.ย.16 ที่ผ่านมา SPA ได้เปิดให้บริการสาขาที่ 28 Let's Relax Onsen&Spa ตั้งอยู่ภายในโรงแรม Grande Centre Point Thonglor (ระหว่างซอยทองหล่อ 8-10 ห้องพัก 400 ห้อง) ซึ่งเปิดให้บริการพร้อมกันบนพื้นที่ 1,800 ตรม. ของชั้น 5 แบ่งเป็นส่วนของ Onsen 1,300 ตรม. และสปา 500 ตรม. อยู่ใจกลางที่พักอาศัยของกลุ่ม Expat ชาวญี่ปุ่นที่มีอยู่ไม่ต่ำกว่า 100,000 คนในไทยและเป็นที่พักผ่อน สังสรรค์ของชาวไทยและต่างชาติที่ ซึ่งเป็นกลุ่มเป้าหมายหลักของ SPA โดยใช้ลงทุนทั้งสิ้นราว 75 ล้านบาท เปิดให้บริการตั้งแต่ 10.00-24.00น. สามารถรองรับลูกค้าได้พร้อมกันราว 200 คน มีเครื่องอำนวยความสะดวกที่ทันสมัยและตกแต่งสไตล์โมเดิร์นร่วมสมัย ประกอบด้วยบ่อน้ำ 5 บ่อแยกของชายและหญิง โดยทุกบ่อใช้น้ำแร่จาก Gero ทาคายามาหนึ่งในสามบ่อน้ำแร่ที่ดีที่สุดของญี่ปุ่น ได้แก่ 1.Gero Hot Springs Bath, 2.Silk Bath(ไมโครออกซิเจน), 3.Cold Bath, 4.Soda Bath(ไมโครคาร์บอนไดออกไซด์)และ 5.Whirlpool Bath และส่วนอื่นๆ ได้แก่ ห้องหินร้อน ห้องอบไอน้ำ ซาวน่าและส่วนของการพักผ่อน



ที่มา: SPA



ที่มา: SPA



ที่มา: SPA



ที่มา: SPA

รูปที่ 5. ปรับประมาณการ

Bt,m	2016F			2017F			2018F		
	Old	New	% Chg	Old	New	% Chg	Old	New	% Chg
Sale Revenue	723	744	2.8	879	983	11.9	1,071	1,262	17.8
Gross margin (%)	37.7	34.8	-7.8	38.2	35.0	-8.4	38.9	35.1	-9.9
Net profit	151	151	-0.1	187	198	5.9	233	254	9.1
EPS (Bt)	0.26	0.26	-0.1	0.33	0.35	5.9	0.41	0.45	9.1
Change in key assumptions									
Staff Utilization rate	82%	85%	3.7	82%	85%	3.7	82%	85%	3.7
Branches Year End(Domestic)	29	30	3.4	39	40	2.6	49	50	2.0

ที่มา : TISCO Research Estimates

เลือกเจาะลูกค้าระดับบน เสนอบริการที่แตกต่าง

เมื่อเปรียบเทียบแพคเกจราคากระหว่าง Onsen ของทาง SPA ที่ 650 บาทกับคู่แข่งที่ 450 บาทจะพบว่า Position ของ SPA นั้นถูกวางไว้ Premium กว่าด้วยราคาที่สูงกว่าราว 30-45% แต่รายละเอียดของการให้บริการนั้นมีความแตกต่างกันในหลายๆ ส่วน อาทิเช่นของบ่อ Onsen Gero Hot Springs Bath, Silk Bath และ Hot Stonebed Bath ขณะที่ด้านเครื่องอำนวยความสะดวกทาง SPA เลือกใช้เป็นสายรัดข้อมือดีจิทล์และสามารถนำผ้าขัดตัวที่ได้รับกลับไปได้หลังใช้บริการเพื่อความสะอาดและสบายใจของลูกค้า เราเชื่อว่ากลุ่มลูกค้าของ SPA ที่มีกำลังซื้อสูงอยู่แล้ว (Expat กว่า 70% มีรายได้ต่อเดือนสูง 300,000 บาท) จึงยินดีที่จะจ่ายหาก SPA สามารถส่งมอบบริการที่แตกต่างได้ ในขณะที่ข้อได้เปรียบของ SPA นั้นจะมีโรงแรม Grande Centre Point ระดับ 4.5 ดาว ที่มีห้องพักกว่า 400 ห้องคอยป้อนลูกค้าให้อย่างสม่ำเสมอ ในช่วงเปิดให้บริการ 2 วันแรกมีผู้ใช้บริการวันละ 40-50 คน โดยยังมี Package รายปี ราคา 40,000 บาท และ 6 เดือนที่ 25,000 บาทอีกด้วย

รูปที่ 6. เปรียบเทียบกับคู่แข่ง

	SPA	Yunomori
Onsen Entrance Fee	650	450
Features	Gero Hot Springs Bath Silk Bath Soda Bath Whirlpool Bath Cold Bath Hot Stonebed Bath Steam Sauna Cool Down Room Snack Bar Relaxing Area	Mineral Water Bath Soda Bath Jet Bath Garden Bath Teak Bath Cold Bath Sauna (only men) Steam Yunomori Café
Plus Thai Massage (1 hr)	1,100	790
Plus Thai Massage (2 hrs)	1,400	1,090
Plus Foot Massage	1,100	800
Plus Aroma Oil Massage	1,700	1,050
Plus Body Scrub&Aroma Oil	2,800	2,500
Location	Grande Centre Point Thonglor	A square, Sukhumvit26
Branches	1	3
Lockers	200	240
Area (Sq.m)	1,800	2,500

ที่มา : SPA, Yunomori

ธุรกิจมีอัตรากำไรสูง สิ่งที่ทำหายคือการดึงลูกค้าจากภายนอกให้ได้มากพอ

ในแง่ของอัตราการทำกำไรขึ้นต้นของธุรกิจ ONSEN เรามองว่ามีโอกาสสูงระดับ 45-52% ขึ้นไปเหนือกว่าธุรกิจสปาในปัจจุบันในระยะกลาง-ยาว เนื่องจากค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่ของ ONSEN จะเป็นค่าเสื่อมราคาซึ่งจะตัด 15 ปีตามสัญญาเช่า (ราว 4 ล้านบาท/ปี จากงบลงทุน 60 ล้านบาท) และค่าใช้จ่ายอื่นๆเช่น ค่าน้ำ,ไฟ,ผ้า,พนักงาน ฯลฯ (ราว 12 ล้านบาท/ปี) ซึ่งมีค่าใช้จ่ายผันแปรหลักส่วนเดียวคือ Revenue Sharing ให้กับทางโรงแรม 15% สิ่งที่ทำหายสำหรับผู้บริหารคือความสามารถในการหาลูกค้าจากภายนอกให้เข้าใช้บริการให้ได้มากเพียงพอเพราะค่าบริการของลูกค้าภายนอกสูงถึง 650 บาท/ครั้ง (เทียบกับลูกค้าจากทางโรงแรมที่จะคิดค่าบริการเฉลี่ยราว 400 บาท/ครั้ง) ขณะที่ผู้บริหารคาด Payback Period อยู่ที่ราว 4 ปี ภายใต้สมมติฐานลูกค้าราว 200 คน/วัน และค่าใช้บริการเฉลี่ย 400 บาท

เราประเมินรายได้ในปี 2017 ที่ 22 ล้านบาท อิงสมมติฐานเชิงอนุรักษ์นิยม ในปีแรกจากการทำกิจกรรมส่งเสริมการขาย (ค่าใช้บริการเฉลี่ยที่ 400 บาทและลูกค้า 150 คน/วัน) และเพิ่มขึ้นเป็น 28 ล้านบาทและ 32 ล้านบาทในปี 2018-19F ตามลำดับ โดยกำหนดให้จำนวนลูกค้าต่อวันเพิ่มขึ้นแต่ละระดับ 300 คน/วันในปี 2021 และค่าใช้บริการเฉลี่ยเพิ่มขึ้นเป็น 450 บาท ในปีถัดไปจากสัดส่วนลูกค้าจากภายนอก (ค่าบริการ 650 บาท/ครั้ง) ที่น่าจะเพิ่มขึ้นและการทำกิจกรรมส่งเสริมการขายที่ลดลง โดยคาดว่าหลังจากเปิดให้บริการได้ราว 3-6 เดือน เราจึงจะสามารถประเมินทิศทางของผลประกอบการได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

รูปที่ 7. ประมาณการรายได้ Onsen

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Revenue(MB)	22	28	32	41	49
Avg. Price	400	450	450	450	450
No. Customers per Year	54,000	63,000	72,000	90,000	108,000
Per month	4,500	5,250	6,000	7,500	9,000
Per Day	150	175	200	250	300
GP	2	8	12	18	25
GPM	11%	29%	36%	45%	52%

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

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 2016	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 :

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of June 6, 2016) are categorised into :

Certified :	Companies certified by CAC.
Declared :	Companies that have declared their intention to join CAC.
Ensure its compliance by parent company	Ensure its compliance by parent company. The company declares that its parent company is under the Bribery Act or other similar laws that required parent company to be responsible for bribery act of its overseas subsidiaries. Such responsibilities shall include the establishment of policy, practices and investigation and ensure that its subsidiaries regularly comply with the policy and practices.
n.a.	Not intention to join CAC. / no policy

Disclaimer

The disclosure of the Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of June 6, 2016)

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.