

## บมจ. สยามเวลเนสกรุ๊ป

### ทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง

#### เดินหน้าเติบโตอย่างแข็งแกร่งสมเป็น Growth Stock

SPA รายงานกำไรสุทธิ 1Q16 น่าประทับใจ จากเทศกาลตรุษจีน โดยมีรายได้และกำไรสุทธิสูงสุดเป็นประวัติการณ์ตามการเพิ่มขึ้นของสาขา 10 สาขา YoY และ 2 สาขา QoQ และใน 2Q16 จะเปิดเพิ่มอีก 2 สาขาประกอบด้วย Let's Relax ในประเทศจีนและในโรงแรม Holiday Inn กระทั่งถือเป็นการเริ่มต้นช่องทางใหม่ในการขยายสาขาเข้าสู่โรงแรมของ Let's Relax ทำให้น่าจับตาการขยายสาขาต่อทั้งในและต่างประเทศหากรูปแบบดังกล่าวสำเร็จ เราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" รับผิดชอบต่อสหกรณ์ท่องเที่ยวไทยที่ยังมีแนวโน้มสดใส

#### กำไรสุทธิ 1Q16 อยู่ที่ 35.2 ล้านบาท (+49% YoY, +14% QoQ) ดีกว่าคาด 3%

กำไรสุทธิในไตรมาส 1Q16 ของ SPA อยู่ที่ 35.2 ล้านบาท เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง QoQ ติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 7 ตามการรับรู้สาขาที่เป็นใหม่ใน 4Q15 จำนวน 2 สาขาเต็มไตรมาส และสาขาใหม่ที่เปิดใน 1Q16 จำนวน 2 สาขา ประกอบด้วย Let's Relax สาขามาบุญครองและ Baan Suan Massage สาขาประชาอนุกุล ซึ่งได้รับการตอบรับที่ดีทำให้รายได้หลักเติบโต 48.2% YoY และ 9.7% QoQ มาอยู่ที่ 171 ล้านบาท ทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์เช่นกัน ส่วนการเติบโต YoY มาจากสาขาที่เพิ่มขึ้น 10 สาขา โดยมีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 36.1% ทรงตัว QoQ แต่ลดลงจาก 39.5% ใน 1Q15 ตามค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับสาขาใหม่และการปรับอัตราเงินเดือนของพนักงาน ขณะด้าน SG&A เพิ่มขึ้นในอัตราเร่งที่น้อยกว่ารายได้ทำให้สัดส่วนต่อยอดขายอยู่ที่ 13.4% ลดลงจาก 15.2% ใน 1Q15 ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิทรงตัวอยู่ที่ 20.6%

#### แนวโน้มสดใสจากการเริ่มรับรู้รายได้สาขาใหม่อีก 2 สาขา

ประเมินแนวโน้มผลประกอบการของ SPA ยังเติบโต QoQ ต่อเนื่องในปีนี้ จากการที่สาขาแรกในประเทศจีนได้เริ่ม Soft opening ในเดือนพ.ค.นี้และจะเปิดตัวอย่างเป็นทางการในเดือนมิ.ย. อันจะทำให้ SPA รับรู้ส่วนแบ่งรายได้ทันที 5% บวกกับการเปิดสาขา Let's Relax ในโรงแรม Holiday Inn จ.กระบี่ ซึ่งเริ่มรับรู้รายได้ทันทีในวันที่ 18 พ.ค.16 นี้ เป็นจุดเริ่มต้นที่ดีของรูปแบบใหม่ในการขยายสาขาของบริษัท ขณะที่แผนการขยายสาขาในปีที่ถึงสิ้น 10 สาขายังคงเดิมและได้พื้นที่ที่เรียบร้อยแล้ว เบื้องต้นเราจึงคงประมาณการปี 2016 ของเราที่ 163 ล้านบาท (+53.7% YoY) โดยรายได้และกำไรสุทธิ 1Q16 คิดเป็น 22.4% และ 21.6% ของประมาณการตามลำดับ

#### คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาพื้นฐานปี 2016 ที่ 11.3 บาท/หุ้น อิง DCF (WACC 8.8%, TG 5%) ราคาหุ้นปัจจุบันมี Upside 23% กำไรสุทธิมีทิศทางเติบโตสร้างจุดสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์ต่อเนื่อง ปัจจัยผลักดันราคาหุ้นจะมาจากการขยายสาขาทั้งในและต่างประเทศ ซึ่งเชื่อว่าจะเห็นความคืบหน้าในการขยายสาขาใน CLMV ในปีนี้ ทั้งนี้ราคาปัจจุบันคิดเป็น PER ปี 2016-17 ที่ 32 และ 24 เท่า ตามลำดับ และ PEG ที่ 0.76 เท่า ความเสี่ยง: บุคลากรขาดแคลน, ความอ่อนไหวต่อความไม่สงบในประเทศ

#### Financial Summary

Year End Dec 31	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
Total Revenue (Bt, m)	243	320	338	53	78	962
EBITDA (Bt, m)	53	101	73	17	25	320
Net profit (Bt, m)	18	60	33	10	16	214
Net profit growth (%)	5.8%	229.9%	-44.8%	220.3%	53.7%	30.9%
EPS (Bt)	44.53	66.9	0.06	0.19	0.29	0.37
EPS growth (%)	n.a.	n.a.	-61.3%	220.3%	53.7%	30.9%
PER (X)	n.a.	n.a.	135.44	38.04	31.96	24.42
PBV (X)	n.a.	n.a.	13.61	7.30	7.16	5.91
Yield (%)	n.a.	n.a.	0.3%	1.4%	1.3%	1.6%
ROE (%)	19.5%	40.3%	9.7%	20.5%	25.4%	27.6%

Source: TISCO Research, company data

#### Rating

#### BUY

(Unchanged)

12 month Target Price	Bt11.30
Current Price (16/05/2016)	Bt9.15
Upside/Downside	23%
CG Rating	3
Anti-corruption	3B
Sector	SERVICE (mai)
Sector PER (x)	n.a.

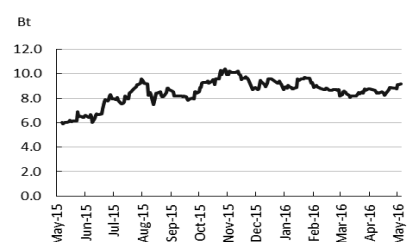
#### SHARE SUMMARY

Issued shares:	570.0m
Par value:	Bt0.3
Market capitalization:	Bt5.2bn
Avg. Daily Turnover:	Bt20.3m
Foreign Limit/Actual (%)	49/0
Free Float:	32.2%
NVDR:	1.1%
Beta (3 years)	0.4x

#### TISCO's forecast vs. consensus

EPS (Bt)	TISCO	Consensus	% Diff.
2015F	0.28	0.26	6.4%
2016F	0.36	0.36	1.1%

#### PRICE / PRICE RELATIVE



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	-1m	-3m	-12m
SPA	5.78	1.10	51.24

## รูปที่ 1. ผลประกอบการ 1Q16

Bt,m	1Q16	1Q15	YoY	4Q15	QoQ
Sale revenue	171	116	48.2%	156	9.7%
Cost of sales and services	109		56.5%	100	9.4%
Gross Profit	62	46	35.5%	56	10.2%
S&A Expenses	23	18	30.6%	18	28.6%
<b>EBIT</b>	<b>44</b>	<b>30</b>	<b>44.9%</b>	<b>38</b>	<b>13.8%</b>
Interest expense	0	1	-91.7%	0	23.4%
Net Profit before Tax	44	29	47.8%	38	13.8%
<b>Net Profit Bef Extra</b>	<b>35</b>	<b>24</b>	<b>48.9%</b>	<b>31</b>	<b>14.4%</b>
<b>Net Profit</b>	<b>35</b>	<b>24</b>	<b>48.9%</b>	<b>31</b>	<b>14.4%</b>
<b>EPS (Bt)</b>	<b>0.06</b>	<b>0.04</b>	<b>48.9%</b>	<b>0.05</b>	<b>14.4%</b>
Gross margin	36.1%	39.5%		35.9%	
SG&A to sales	13.4%	15.2%		11.4%	
EBIT margin	25.5%	26.1%		24.5%	
Net margin	20.6%	20.5%		19.7%	

ที่มา : SPA, TISCO Research Estimates