



13 February 2018

Buy, Target: Bt24.00 (+17%)

Event Initial coverage

Revisions

EPS	n.a.
Recommendation	n.a.
Target price	n.a.

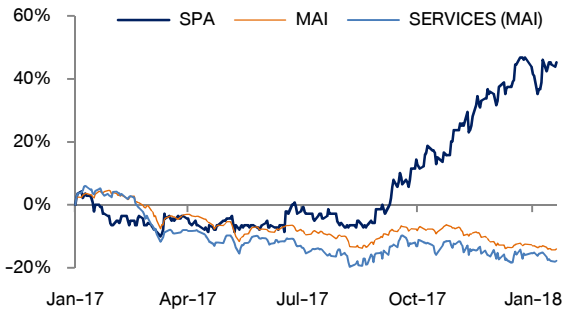
Stock data

Stock code	SPA TB
Stock price (Bt)	20.60
Mkt. cap. (Bt mn)	5,871
Shares outstanding (mn)	570
Avg. daily turnover (Bt mn)	37
Free float (%)	31.26
CG rating	Good

Financial summary

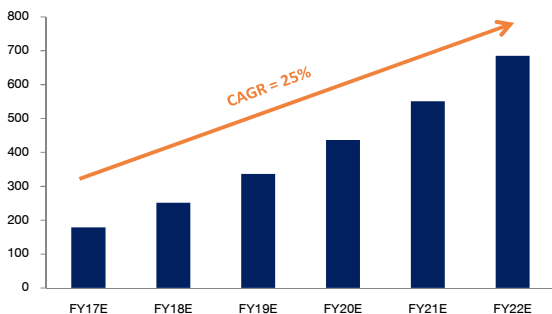
FY:Dec (Bt mn)	16A	17E	18E	19E
Revenue	725	936	1,278	1,691
EBITDA	220	290	391	502
Net profit	141	177	249	335
EPS (Bt)	0.25	0.31	0.44	0.59
Growth	32.4%	25.4%	40.9%	34.4%
Core EPS (Bt)	0.25	0.31	0.44	0.59
Growth	32.4%	25.4%	40.9%	34.4%
DPS (Bt)	0.10	0.13	0.18	0.24
Div. yield	0.5%	0.6%	0.9%	1.2%
PER (x)	83.3	66.4	47.1	35.1
Core PER (x)	83.3	66.4	47.1	35.1
EV/EBITDA (x)	9.7	11.3	8.6	6.6
PBV (x)	18.4	15.9	13.2	10.8
ROE	22.1%	23.9%	28.0%	30.8%
Net gearing	15.8%	37.1%	34.0%	19.1%

Share price performance



Source: Aspen

Net profit and CAGR



Source: Company data, KTBST estimates

Analyst: Saranrat Panthachotirat

SPA ผู้นำธุรกิจสปาในไทยที่พร้อมเติบโตทั้งในและต่างประเทศ

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” SPA โดยชอบในแง่ของการเติบโตของกำไรสุทธิใน 6 ปีข้างหน้า ที่โดดเด่นราว 25% ต่อปี จากการขยายสาขาในประเทศไทยปีละ 10 สาขา และการรุกขยาย การขายแฟรนไชส์ในต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น ขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ยังเติบโตได้ สดใส จะช่วยหนุนให้กำไร 4Q17 เติบโตได้ถึง 41% YoY และคาดว่า ยังเติบโตได้อีกใน 1Q18 จากเทศกาลตรุษจีน ส่วนภาพรวมในปี 2018 เราคาดว่า กำไรสุทธิจะเติบโตได้โดดเด่นราว 40% YoY เนื่องจากการขยายสาขาในประเทศไทยปีละ 10 สาขา และมีการปรับราคาขึ้นใน แบนด์บ้านสวน และระรินจินดาประมาณ 10% รวมถึง จะเริ่มมีการรับรู้จากการขายแฟรนไชส์ที่ชิงเต่าและพนมเปญตั้งแต่ 1Q18 เราประเมินมูลค่า โดยอิงวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (DCF) โดยอิง WACC ที่ 7.1% และ terminal growth 3% แนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสมที่ 24 บาท

□ คาดกำไรสุทธิเติบโตได้โดดเด่นถึง 25% ต่อปี จากการเติบโตทั้งในและต่างประเทศ

เราคาดว่า SPA จะมีการเติบโตของกำไรสุทธิใน 6 ปีข้างหน้าที่โดดเด่นราว 25% ต่อปี จากการขยายสาขาในประเทศไทยปีละ 10 สาขา และการรุกขยายการขายแฟรนไชส์ใน ต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ที่ประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน เพราะเป็น ประเทศที่มีประชากรที่สูงที่สุดในโลก โดยเมืองที่ SPA เข้าไปเป็นเมืองที่มีศักยภาพในการเติบโต ได้สูง ทั้งในเมืองเทียนจินและชิงเต่ามีรายได้ต่อหัวสูงกว่าเมืองคุนหมิงที่ SPA เคยเปิดก่อน หน้านี้ถึง 30% ขณะที่การขายแฟรนไชส์ ทำให้ไม่ต้องการใช้เงินลงทุนจำนวนมาก แต่มีการ รับรู้รายได้ได้ทันที ประกอบกับ การ Rebrand ผลิตภัณฑ์สปาที่มีความหลากหลายมากขึ้น และพร้อมที่จะจำหน่ายไปยังต่างประเทศ รวมถึง มีแผนที่จะขยายตามห้างสรรพสินค้าในไทย อีกด้วย

□ นักท่องเที่ยวจีนที่ยังเติบโตได้สดใส จะช่วยหนุนให้กำไร 4Q17 เติบโตได้ถึง 41% YoY

SPA มีสัดส่วนรายได้ที่อิงกับนักท่องเที่ยวเอเชีย โดยเฉพาะจากจีน, ฮองกง และไต้หวัน ก่อนข้างสูงถึง 55% ซึ่งเรามีมุมมองเชิงบวกต่อจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่จะมีการปรับตัว เพิ่มขึ้นได้อย่างโดดเด่น โดยจำนวนนักท่องเที่ยวจีนในช่วง 4Q17 กลับมาเติบโตได้โดดเด่นถึง 67% YoY และคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจีนจะยังคงเติบโตได้ดีต่อเนื่องอีก 15% YoY ใน 1Q18 จากเทศกาลตรุษจีนช่วงเดือน ก.พ. ขณะที่เราคาดว่า จำนวนนักท่องเที่ยวจีนทั้งปี 2018 จะเพิ่มขึ้นได้อีก 7% YoY ที่ระดับ 10.5 ล้านคน ซึ่งจะส่งผลดีต่อการเพิ่มขึ้นของรายได้ ของสปาโดยตรง ทั้งนี้ เราคาดว่ากำไรสุทธิใน 4Q18 จะอยู่ที่ 47 ล้านบาท เติบโตได้โดดเด่น 41% YoY และ 11% QoQ และคาดว่า ยังเติบโตได้อีกใน 1Q18 จากเทศกาลตรุษจีน

□ คาดกำไรสุทธิในปี 2018 จะเติบโตได้ถึง 40% YoY

ภาพรวมในปี 2018 เราคาดว่า กำไรสุทธิจะเติบโตได้โดดเด่นราว 40% YoY เนื่องจากการ ปรับราคาขึ้นในแบนด์บ้านสวน และระรินจินดาประมาณ 10% เมื่อวันที่ 1 ม.ค. 2018 และ การขยายสาขาในประเทศไทยอย่างต่อเนื่องปีละ 10 สาขา รวมถึง จะเริ่มมีการรับรู้รายได้ Lump-sum Franchise Fee จากการขายแฟรนไชส์ที่ชิงเต่าและพนมเปญ ซึ่งเป็นรายได้ one-time โดยเราคาดว่า จะทยอยรับรู้ในช่วง 1Q18-2Q18 ราว 5-8 ล้านบาท และจะเริ่ม รับรู้ Monthly Franchise Fee ตั้งแต่ 2Q18 เป็นต้นไป

□ เริ่มต้นให้คำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายที่ 24 บาท

เราประเมินมูลค่า โดยอิงวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (DCF) โดยอิง WACC ที่ 7.1% และ terminal growth 3% แนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสมที่ 24 บาท โดยมองเห็นการเติบโตของ กำไรที่ชัดเจน และแนวโน้มนักท่องเที่ยวจีนที่ยังสดใส

ความเสี่ยง: การชะลอตัวของภาคธุรกิจในประเทศ, การเปิดสาขาที่จีนแล้วไม่ประสบความสำเร็จ, ปัญหาทางด้านการเมืองและเศรษฐกิจ, ภัยธรรมชาติและอื่นๆ

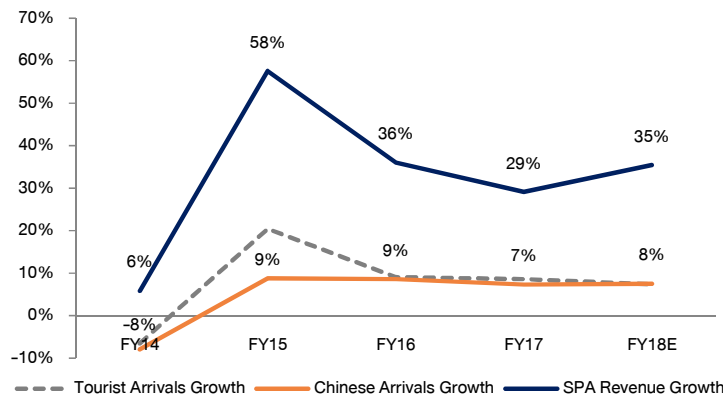
Disclaimer: This report has been prepared by Ktb Securities (Thailand) Co., Ltd. (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, KTBST does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Outlook

□ แนวโน้มการเติบโตของรายได้ยังคงเติบโตได้โดดเด่นตามจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่เพิ่มขึ้น

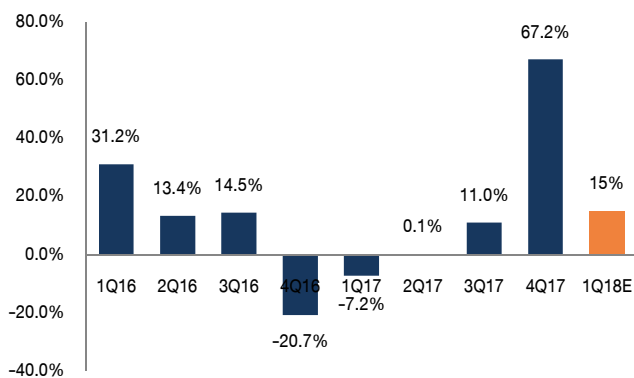
เนื่องจาก SPA มีสัดส่วนรายได้ที่อิงกับนักท่องเที่ยวเอเชีย โดยเฉพาะจากจีน ค่อนข้างสูง ซึ่งเรามีมุมมองเชิงบวกต่อจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่จะมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างโดดเด่น เนื่องจากฐานต่ำในปีก่อนที่โดนการปราบปรามทัวร์ศูนย์เหรียญตั้งแต่ช่วง ก.ย. 2016 โดยจำนวนนักท่องเที่ยวจีนในช่วง 4Q17 กลับมาเติบโตได้โดดเด่นถึง 67% YoY และคาดจำนวนนักท่องเที่ยวจีนจะยังคงเติบโตได้ดีต่อเนื่องอีก 15% YoY ใน 1Q18 จากเทศกาลตรุษจีนช่วงเดือน ก.พ. ขณะที่เราคาดว่า จำนวนนักท่องเที่ยวจีนทั้งปี 2018 จะเพิ่มขึ้นได้อีก 7% YoY ที่ระดับ 10.5 ล้านคน ซึ่งจะส่งผลดีต่อการเพิ่มขึ้นของรายได้ของสปาโดยตรง

Figure 1: เปรียบเทียบการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยว, นักท่องเที่ยวจีน และรายได้ของ SPA



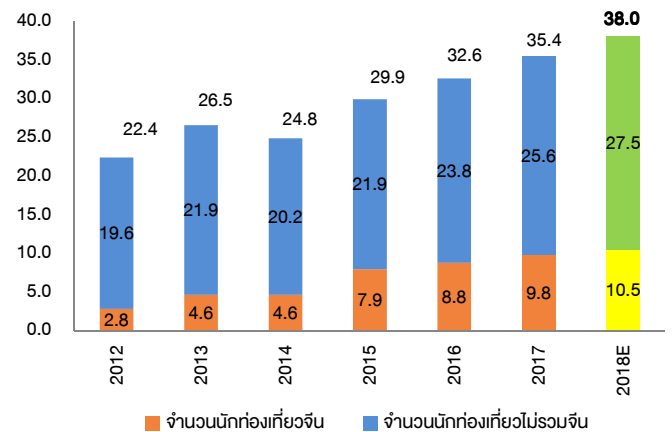
Source: Ministry of Tourism & Sports, Company Data, KTBST research

Figure 2: อัตราการเปลี่ยนแปลงของจำนวนนักท่องเที่ยวจีนรายไตรมาส



Source: Ministry of Tourism & Sports, Company Data, KTBST research

Figure 3: อัตราการเปลี่ยนแปลงของจำนวนนักท่องเที่ยวจีนรายปี



Source: Ministry of Tourism & Sports, Company Data, KTBST research

❑ **ตัวเลขผู้ใช้บริการสปาเดือน ต.ค. 2017 ทำสถิติสูงสุดใหม่ และคาดการณ์ 4Q17-1Q18 จะเติบโตได้โดดเด่น**
 เราคาดว่า กำไรสุทธิใน 4Q17 มีโอกาสเติบโตได้โดดเด่น จากการขยายสาขาใหม่ 3 สาขา ที่ Let's Relax ป่าตอง จังหวัดภูเก็ต, Let's Relax นิคมมา จังหวัดเชียงใหม่ และบ้านสวน ที่เพชรเกษม จังหวัดกรุงเทพฯ ประกอบกับการปรับปรุง 3 สาขา ในช่วง 3Q17 ได้กลับมาเปิดเต็มรูปแบบแล้วในช่วง 4Q17 นอกจากนี้ ตัวเลขผู้ใช้บริการสปาในเดือน ต.ค. 2017 มีการทำสถิติสูงสุดใหม่ตามจำนวนนักท่องเที่ยวในเดือน ต.ค. 2017 ที่เติบโตสูงถึง 70% YoY เพราะเป็นวันชาติจีน (Golden Week) ในส่วนของ SPA Product จะมีการปรับราคาเพิ่มขึ้นราว 10-15% ซึ่งจะช่วยหนุนให้รายได้มีการเติบโตได้ต่อเนื่อง อีกทั้ง เป็นช่วง High Season ของธุรกิจท่องเที่ยว ซึ่งจะช่วยให้ธุรกิจโรงแรมมีการปรับตัวดีขึ้น ทำให้เราคาดว่า แนวโน้มรายได้รวมใน 4Q17 จะเติบโตได้อย่างโดดเด่นราว 28% YoY และคาดการณ์กำไรสุทธิจะเติบโตได้โดดเด่นเพิ่มขึ้น 41% YoY และ 11% QoQ ส่วนแนวโน้มกำไรสุทธิใน 1Q18 เรามองว่า จะมีโอกาสเติบโตได้โดดเด่นต่อเนื่องจากเทศกาลตรุษจีนที่หนุนให้จำนวนนักท่องเที่ยวจะเข้ามาในไทยเพิ่มมากขึ้น *โดยนายวิระศักดิ์ ไควสุรัตน์ สม.ท่องเที่ยวและกีฬา ระบุว่า ในช่วงเทศกาลตรุษจีนที่จะถึงนี้ จะมีนักท่องเที่ยวชาวจีนมาเที่ยวเพิ่มถึง 10% YoY เพราะเทศกาลตรุษจีนในประเทศไทยติดอันดับโลก (ที่มา: สำนักข่าวอินโฟเควสท์ วันที่ 1 ก.พ. 18)*

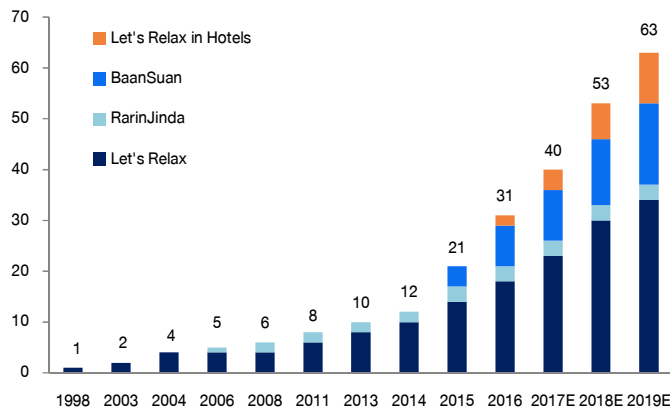
4Q17 preview

(Bt mn)	4Q17E	4Q16	YoY	3Q17	QoQ	FY17E	FY16	YoY
Revenues	244	190	28.3%	243	0.4%	936	725	29.1%
CoGS	162	134	21.5%	161	1.0%	612	485	26.3%
Gross profit	82	57	44.4%	83	-0.9%	324	241	34.7%
SG&A	26	25	4.6%	32	-19.0%	121	28	331.1%
EBITDA	58	64	-9.0%	91	-35.9%	290	220	31.4%
Other income	6	3	74.7%	3	64.0%	17	14	21.0%
Interest expenses	4	1	432.2%	2	155.7%	8	2	441.8%
Income tax	9	-0	n.m.	8	11.4%	34	23	47.9%
Core profit	47	35	36.1%	44	7.0%	177	141	25.9%
Net profit	47	35	36.1%	44	7.0%	177	141	25.4%
EPS (Bt)	0.08	0.06	36.1%	0.08	7.0%	0.31	0.25	25.4%
Gross margin	33.6%	29.8%		34.0%		34.6%	33.2%	
Net margin	19.3%	18.2%		18.1%		18.9%	19.4%	

Source: Company data, KTBST research

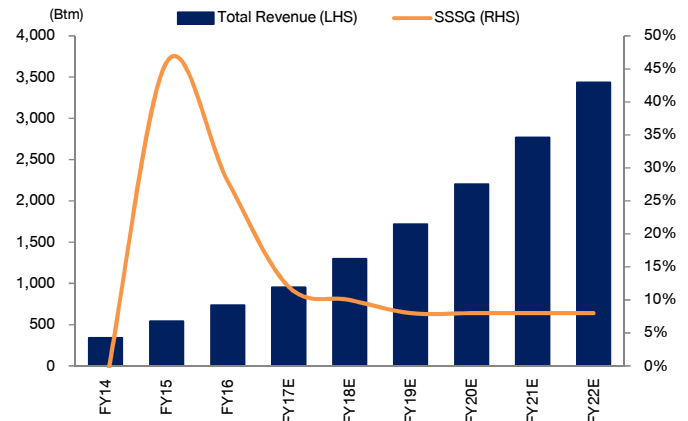
❑ **แผนการขยายสาขาในประเทศปีละ 10 สาขาและขายแฟรนไชส์ในต่างประเทศช่วยหนุนรายได้เติบโตต่อเนื่อง**
 เราคาดว่า แนวโน้มรายได้ของ SPA จะเติบโตได้โดดเด่นราว 24% ต่อปี ภายในปี 2017-2022 จากแผนการขยายสาขาเพิ่มอีก 10 แห่งต่อปีในประเทศไทย โดยเราคาดว่า จะเห็นจำนวนสาขาในปี 2019 ที่ 63 สาขา และคาดการณ์ SSSG จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ในต่างประเทศจะมีการเข้าทำสัญญาแฟรนไชส์ธุรกิจสปาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากการขายแฟรนไชส์ ทำให้ไม่ต้องมีการใช้เงินลงทุนจำนวนมาก แต่มีการรับรู้รายได้ได้ทันที โดยจะได้รายได้ 2 ทาง คือ Lump-sum Franchise Fee เป็นจำนวนที่แน่นอนและได้รับในครั้งแรกเพียงครั้งเดียว และ Monthly Franchise Fee โดยคิดตามสัดส่วนของรายได้ต่อเดือน โดยเมื่อต้นเดือน ม.ค. 2018 ทาง SPA ได้มีการประกาศเข้าทำสัญญาแฟรนไชส์ธุรกิจสปากายใต้แบรนด์ Let's Relax ใน 2 ประเทศ คือ (1) เมืองชิงเต่า ประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน จำนวน 1 แห่ง ซึ่งจะเปิดใน shopping mall โดยจะให้บริการได้ในเดือน พ.ค. 2018 โดยเรามีมุมมองเชิงบวกต่อเมืองชิงเต่า เนื่องจากเป็นเมืองท่าเรือที่มีรายได้ต่อหัวค่อนข้างสูง และสูงมากกว่าเมืองคุนหมิง (ที่ SPA เคยเปิดก่อนหน้านี้) ถึง 30% ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า จะมีแรงจูงใจใช้สอยมากกว่า และ (2) ที่กรุงพนมเปญ ประเทศกัมพูชา จำนวน 3 แห่ง ซึ่งเป็นการเข้าไปทำแทนสปาของเก่าที่มีอยู่แล้ว โดยทาง SPA จะเข้าไปทำการ Renovate และสามารถเปิดให้บริการได้ภายใน 2Q18 ขณะที่เมืองเทียนจิน ประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน ที่ SPA ประกาศเข้าทำสัญญาแฟรนไชส์ธุรกิจสปากายใต้แบรนด์ Let's Relax ในเดือน พ.ย. 2017 ที่ผ่านมา โดยเมืองเทียนจินเป็นเมืองที่มีประชากรเยอะเป็นอันดับ 4 ของประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน และมีรายได้ต่อหัวค่อนข้างสูง (สูงกว่าเมืองชิงเต่า และคุนหมิง) และห่างจากเมืองปักกิ่งเพียง 100 กม. (ระยะทางเทียบเท่ากับ กทม.-พักยา) และเป็นเมืองอุตสาหกรรมที่ติดกับท่าเรือ มี expat จำนวนมาก นอกจากนี้ยังเป็นแหล่งพักผ่อนของคนปักกิ่งช่วงสุดสัปดาห์ ทั้งนี้ เราคาดว่า การรุกตลาดจีน ซึ่งเป็นตลาดที่ใหญ่ที่สุดในโลก จะส่งผลดีต่อการเติบโตของกำไรได้ในระยะยาว

Figure 4: No. of Branch



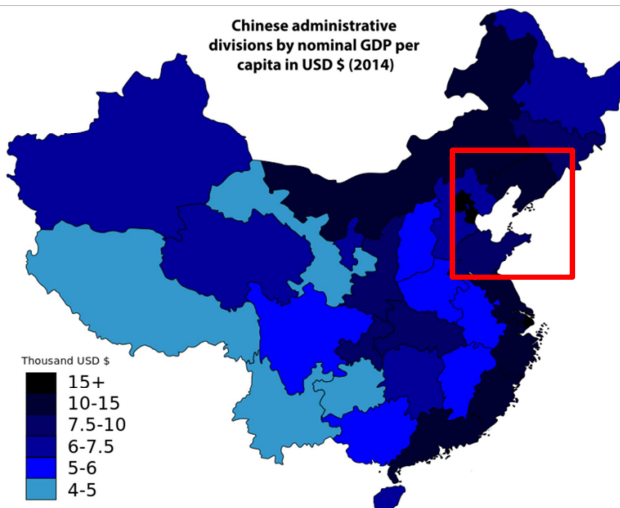
Source: Ministry of Tourism & Sports, Company Data, KTBST research

Figure 5: Total Revenue and SSSG



Source: Ministry of Tourism & Sports, Company Data, KTBST research

Figure 6: GDP per capita of China



Source:

https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_Chinese_administrative_divisions_by_GDP_per_capita

Figure 7: เปรียบเทียบจำนวนประชากรและรายได้ต่อหัวของมณฑลในจีนที่ SPA เข้าไปลงทุน

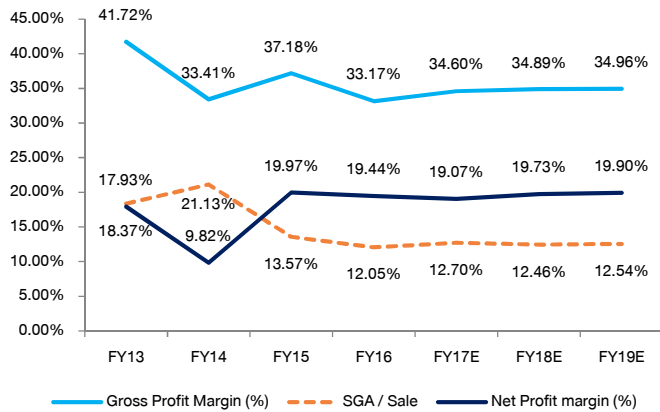
	Kunming	Tianjin	Qingdao
Area (sq.km.)	21,111	11,920	10,654
People (mn.)	6.63	15.47	9.05
GDP Per capita (USD/year)	13,418	17,410	17,323

Source: [https://en.wikipedia.org/wiki/Kunming_\(and_Tianjin\)_and_Qingdao](https://en.wikipedia.org/wiki/Kunming_(and_Tianjin)_and_Qingdao)

□ **คาดการณ์กำไรสุทธิในช่วงปี 2017-2022 จะเติบโตได้เฉลี่ย (CAGR) สูงถึง 25% ต่อปี**

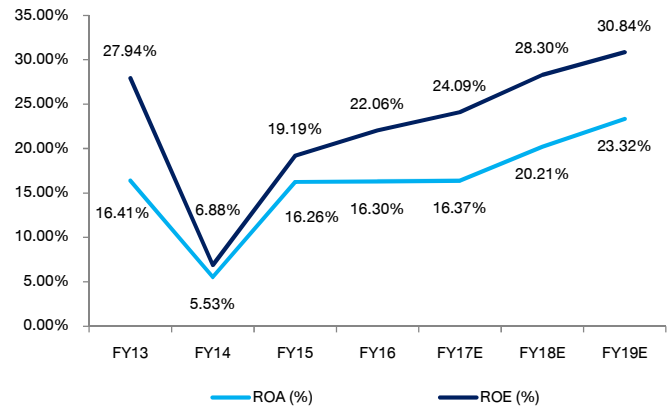
เราคาดว่า กำไรสุทธิในช่วงปี 2017-2022 จะเติบโตได้เฉลี่ย (CAGR) สูงถึง 25% ต่อปี จากการเร่งขยายสาขาในธุรกิจสปาอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับ ในปี 2018 มีการปรับราคาขึ้นในแบรนด์บ้านสวน และระรินจินดาประมาณ 10% เมื่อวันที่ 1 ม.ค. 2018 นอกจากนี้ ปัจจุบัน SPA อยู่ระหว่างการ Rebrand โดยจะทำให้ผลิตภัณฑ์สปา มีความหรูหรามากขึ้นและสามารถขายได้ทั่วโลก ซึ่งเราคาดว่า การ Rebrand ครั้งนี้จะส่งผลให้มีการปรับราคาขายของผลิตภัณฑ์สปาขึ้นได้ราว 10-20% จากราคาเดิม และขั้นต่อไปคือ การจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์สปาผ่านตามห้างสรรพสินค้าได้ ดังนั้น เราจึงคาดว่า แนวโน้มรายได้จากผลิตภัณฑ์สปาจะช่วยหนุนให้มีรายได้และกำไรที่เติบโตได้อย่างต่อเนื่องได้ ทั้งนี้ ภาพรวมในปี 2018 เราคาดว่า กำไรสุทธิจะเติบโตได้โดดเด่นราว 40% YoY

Figure 8: Gross profit, SG&A to sale and Net profit margin



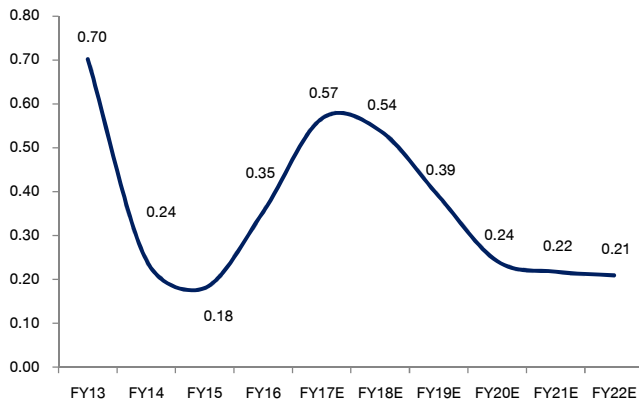
Source: Company Data, KTBST research

Figure 9: ROE & ROA



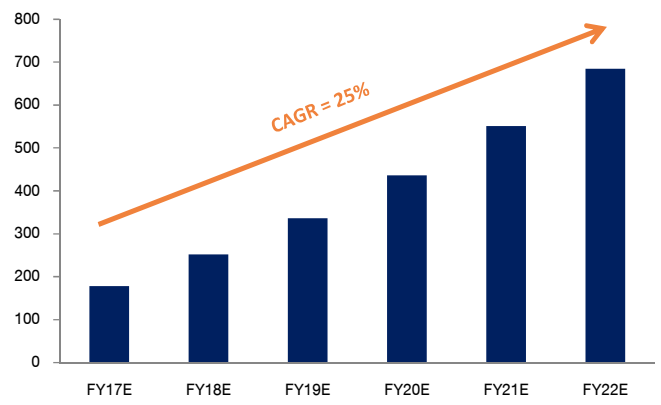
Source: Company Data, KTBST research

Figure 10: D/E ratio (x)



Source: Company Data, KTBST research

Figure 11: Net Profit (Bt mn)



Source: Company Data, KTBST research

Valuation and recommendations

เรามองเห็นการเติบโตของรายได้และกำไรสุทธิที่ต่อเนื่องของ SPA จึงมีการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้วิธี DCF ได้มูลค่าเหมาะสมที่ 24 บาท (WACC 7.1%, Terminal Growth 3.0%) จึงเริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” พร้อมกับการเติบโตของกำไรสุทธิใน 6 ปีข้างหน้าราว 25% ต่อปี

Figure 12: DCF Valuation

DCF	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	220	307	406	524	660	820
Corporate Tax	(34)	(48)	(64)	(84)	(105)	(131)
EBIT(1-T)	186	259	342	441	555	689
Dep&Amor	70	84	96	108	120	238
Change in WC	11	24	27	30	33	38
CAPEX	(335)	(275)	(220)	(226)	(232)	(238)
Interest Bearing Debt	275	302	207	64	51	60
Change in Debt	174	27	(94)	(143)	(14)	10
Interest Payment	(8)	(9)	(6)	(2)	(2)	(2)
Sum	97	110	144	208	462	735
Terminal Value						17,796
Total FCFF	97	110	144	208	462	18,531
NPV of FCFF	13,881					
No.shares	570					
Price per Share	24					

WACC	7.1%
Terminal Growth	3.0%

Source: KTBST research

Company Profile

บริษัทสยามเวลเนสกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) “SPA” เป็นผู้นำด้านธุรกิจสปาแห่งเอเชีย โดยมีธุรกิจดังนี้

1. **ธุรกิจให้บริการสปาเพื่อสุขภาพ** โดยแบ่งแยกตามแบรนด์ในการให้บริการ ตั้งแต่ลูกค้าระดับบนที่มีเวลาในการเข้ารับบริการ มีกำลังซื้อมาก จนถึงลูกค้าที่มีเวลาจำกัด กำลังซื้อน้อย โดยเน้นการให้บริการที่ดีที่สุด เพื่อให้ลูกค้าประทับใจและเกิดการใช้บริการซ้ำ โดยในธุรกิจสปา มี 3 แบรนด์
 - 1.1 เล็ทส์ รีแลกซ์ สปา (Let's Relax) ระดับ 4 ดาว
 - 1.2 รารินจินดา (RarinJinda) ระดับ 5 ดาว
 - 1.3 บ้านสวน มาสสาจ (BaanSuan) ระดับ 3 ดาว
2. **ธุรกิจโรงแรมภายใต้ชื่อ RarinJinda Wellness Spa Resort และธุรกิจอาหารภายใต้ชื่อ Elegant Dining under Twinkle Stars @Deck 1 ที่จังหวัดเชียงใหม่**
3. **ธุรกิจเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับสปา**
4. **ธุรกิจโรงเรียนสอนนวดแผนไทย**

Figure 13: SPA Brand



Source: Company data

Figure 14: Other Business

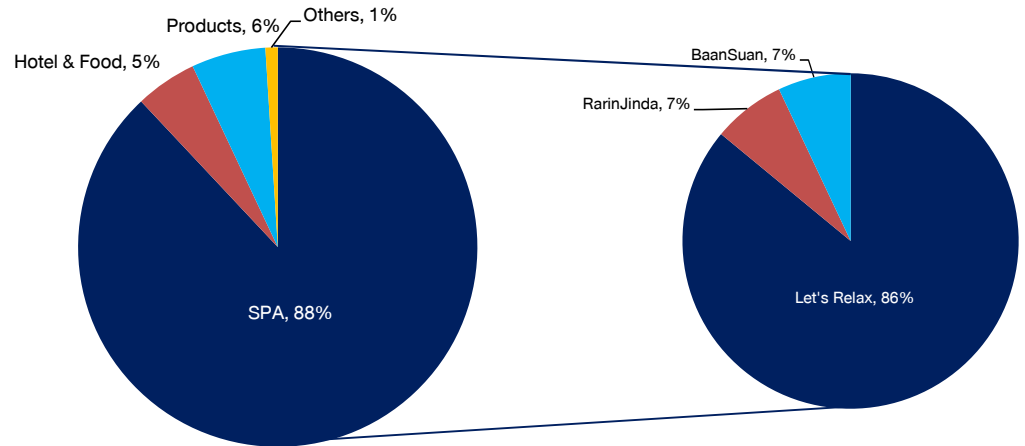


Source: Company data

Revenue breakdown

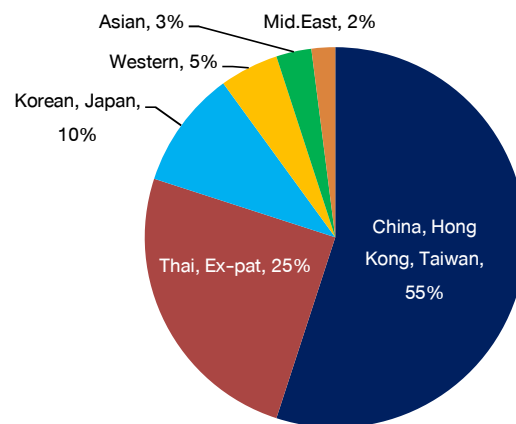
SPA มีรายได้หลักมาจากธุรกิจสปาเพื่อสุขภาพ คิดเป็นสัดส่วนรายได้ที่ 88% รองลงมาเป็นธุรกิจผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับสปา มีสัดส่วนรายได้ 6% ขณะที่ลูกค้าหลักของ SPA เป็นนักท่องเที่ยวจีน ฮองกง และไต้หวัน โดยมีสัดส่วนสูงถึง 55% รองลงมาเป็นคนไทยที่ 25%

Figure 15: Revenue Breakdown by Business



Source: Company data

Figure 16: Customer by Nationality



Source: Company data

Quarterly Income Statement

(Bt mn)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E
Sales	190	225	223	243	244
Cost of sales	134	142	148	161	162
Gross profit	57	84	76	83	82
SG&A	25	31	33	32	26
EBITDA	64	55	85	91	58
Finance costs	1	1	1	2	4
Core profit	35	45	40	44	47
Net profit	35	45	40	44	47
EPS	0.06	0.08	0.07	0.08	0.08
Gross margin	29.8%	37.1%	33.9%	34.0%	33.6%
EBITDA margin	33.8%	24.4%	38.0%	37.5%	23.9%
Net profit margin	18.2%	20.0%	18.1%	18.1%	19.3%

Balance Sheet

FY: Dec (Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Cash & deposits	60	33	45	43	39
Accounts receivable	4	9	11	15	20
Inventories	14	20	30	38	51
Other current assets	35	26	30	35	40
Total cur. assets	114	88	116	131	151
Investments	0	0	0	0	0
Fixed assets	514	732	998	1,188	1,312
Other assets	27	45	46	47	48
Total assets	541	777	1,043	1,235	1,360
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	43	70	89	121	160
Current maturities	15	30	34	39	45
Other current liabilities	17	20	20	20	21
Total cur. liabilities	75	120	143	180	225
Long-term debt	0	80	250	272	172
Other LT liabilities	25	26	26	26	27
Total LT liabilities	25	106	276	298	199
Total liabilities	100	226	419	478	424
Registered capital	143	143	143	143	143
Paid-up capital	143	143	143	143	143
Share premium	279	279	279	279	279
Retained earnings	139	223	328	476	675
Others	-6	-6	-10	-10	-10
Minority interests	0	0	0	0	0
Shares' equity	555	639	740	888	1,087

Cash Flow Statement

FY: Dec (Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Net profit	106	141	177	249	335
Depreciation	39	55	70	84	96
Chg in working capital	10	35	11	24	27
Others	0	0	0	0	0
CF from operations	156	231	257	358	458
Capital expenditure	-121	-267	-339	-279	-225
Others	-6	-15	-1	-1	-1
CF from investing	-127	-282	-340	-280	-226
Free cash flow	34	-38	-90	69	226
Net borrowings	-38	81	170	22	-100
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-42	-57	-72	-101	-136
Others	7	0	-4	0	0
CF from financing	-73	24	95	-79	-235
Net change in cash	-44	-27	12	-1	-4

PE Band



Income Statement

FY: Dec (Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Sales	533	725	936	1,278	1,691
Cost of sales	335	485	612	832	1,100
Gross profit	198	241	324	446	591
SG&A	22	28	121	162	216
EBITDA	174	220	290	391	502
Depre. & amortization	39	55	70	84	96
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	10	14	17	23	30
EBIT	135	165	220	307	406
Finance costs	1	2	8	9	6
Income taxes	27	23	34	48	64
Net profit before MI	106	141	176	248	334
Minority interest	0	0	1	1	1
Core profit	106	141	177	249	335
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	106	141	177	249	335

Key Ratios






FY: Dec (Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Growth -YoY					
Revenue	29.1%	36.4%	32.3%	28.1%	25.7%
EBITDA	26.8%	20.9%	13.8%	12.5%	11.4%
Net profit	25.4%	40.9%	34.4%	30.9%	26.2%
Core profit	220.3%	32.4%	25.4%	40.9%	34.4%
Profitability Ratio					
Gross profit margin	37.2%	33.2%	34.6%	34.9%	35.0%
EBITDA margin	32.6%	30.4%	30.9%	30.6%	29.7%
Core profit margin	20.0%	19.4%	18.9%	19.5%	19.8%
Net profit margin	20.0%	19.4%	18.9%	19.5%	19.8%
ROA	16.3%	16.3%	15.2%	18.2%	22.1%
ROE	19.2%	22.1%	23.9%	28.0%	30.8%
Stability					
D/E (x)	0.18	0.35	0.57	0.54	0.39
Net D/E (x)	0.00	0.16	0.37	0.34	0.19
Interest coverage ratio	0.00	0.16	0.37	0.34	0.19
Current ratio (x)	1.51	0.73	0.81	0.73	0.67
Quick ratio (x)	1.32	0.56	0.60	0.52	0.44
Per Share (Bt)					
Reported EPS	0.19	0.25	0.31	0.44	0.59
Core EPS	0.19	0.25	0.31	0.44	0.59
Book value	0.97	1.12	1.30	1.56	1.91
Dividend	0.10	0.10	0.13	0.18	0.24
Valuation (x)					
PER	110.26	83.30	66.43	47.15	35.08
Core PER	110.26	83.30	66.43	47.15	35.08
PEG	0.50	2.57	2.62	1.15	1.02
P/BV	21.16	18.38	15.87	13.22	10.80
EV/EBTDA	8.02	9.74	11.33	8.62	6.62
Dividend yield	0.5%	0.5%	0.6%	0.9%	1.2%

Source: Company data, KTBST research

Disclaimer: This report has been prepared by Ktb Securities (Thailand) Co., Ltd. (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, KTBST does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2017

CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งไม่ได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

KTBST: ความหมายของคำแนะนำ

"ซื้อ"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
"ถือ"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
"ขาย"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

KTBST's Stock Rating Definition

BUY	The stock's total return is expected to exceed 10 percent over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
HOLD	The stock's total return is expected to be between 0 percent and positive 10 percent over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
SELL	The stock's total return is expected to fall below 0 percent or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields of the stock.

Disclaimer: บทความฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน อันเชื่อถือได้ และไม่มีเจตนาเชิญชวนหรือชักนำให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลยพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by Ktb Securities (Thailand) Co., Ltd. (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, KTBST does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.