

MASTER STYLE MASTER TB

THAILAND / SERVICES

โรงพยาบาลศัลยกรรมด้านความงามครบวงจร

- MASTER ให้บริการด้านศัลยกรรมความงามครบวงจร ด้วยทีมแพทย์เชี่ยวชาญ และประสบการณ์ ผลงานดีจนรีวิวและบอกต่อในโซเชียล ทำให้ไม่ต้องใช้ Presenter
- เงินจาก IPO จะเพิ่มห้องผ่าตัดเป็น 17 ห้องจากปัจจุบันที่ใช้เดิมกำลังการให้บริการแล้ว
- คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2022 +92% y-y และ 2023 +38.2% y-y ราคาเป้าหมาย 65 บาท

TARGET PRICE	THB65.00
IPO PRICE	THB46.00
UP/DOWNSIDE	+41.3%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	660	1,412	1,841	2,215
Net profit	163	313	432	542
EPS (THB)	1.61	1.65	1.80	2.26
vs Consensus (%)	-	68.4	57.9	72.5
EBITDA	242	456	627	789
Core net profit	163	313	432	542
Core EPS (THB)	1.61	1.65	1.80	2.26
EPS growth (%)	26.5	2.2	9.4	25.5
Core P/E (x)	28.6	28.0	25.6	20.4
Dividend yield (%)	0.8	2.4	2.7	3.4
EV/EBITDA (x)	19.0	19.2	14.3	11.3
Price/book (x)	27.9	18.4	4.0	3.8
Net debt/Equity (%)	(20.2)	(1.4)	(74.7)	(72.8)
ROE (%)	76.9	97.4	26.7	19.0
Mkt cap (USD m)				212
Free float (%)				0
Major shareholder	Maschamadol family (68%)			
Issued shares (m)				240.00

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

MASTER's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	190 ล้านหุ้น
Share offering	65 ล้านหุ้น คิดเป็น 27.08% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) ปรับปรุงอาคาร เพิ่มจำนวนห้องผ่าตัด 2) ลงทุนซื้อเครื่องมือและอุปกรณ์การแพทย์ 3) ลงทุนก่อสร้างและปรับปรุงอาคาร 4) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในธุรกิจ
Financial advisor	Pioneer Advisory
Lead Underwriter	Finansia Syrus Securities, Yuanta Securities

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED JOIN AS A LEAD UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF MASTER STYLE PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF MASTER

ผู้ให้บริการศัลยกรรมความงามอย่างครบวงจร

MASTER ดำเนินธุรกิจด้านศัลยกรรมด้านความงาม ในชื่อโรงพยาบาลมาสเตอร์พีช มา มากกว่า 9 ปี ก่อตั้งโดยนายแพทย์ระวีวัฒน์ มาศมมาดล โดยให้บริการ 4 ประเภท คือ 1) ศัลยกรรม 2) ดูแลผิวพรรณและเลเซอร์ 3) ปลูกผมและดูแลเส้นผม และ 4) การดูแลหลังศัลยกรรม โดยมีรายได้หลักจากการให้บริการศัลยกรรมมากที่สุดราว 79.62% ของรายได้รวมงวด 9M22 ถือเป็นผู้นำให้บริการด้านศัลยกรรมครบวงจร อาทิ โบหน้า ตา จมูก ขูดไขมัน ตัดกรรม หน้าอก ดูดไขมัน และตัดหนังหน้าท้อง เป็นต้น

แนวโน้มตลาดศัลยกรรมเติบโตดี จุดแข็งอยู่ที่ทีมแพทย์มากประสบการณ์

ความยอมรับและความเชื่อมั่นในเทคโนโลยีและเทคนิคทางการแพทย์ ด้านความปลอดภัยและคุณภาพหลังบริการ ช่วยเสริมให้ความต้องการทำศัลยกรรมเพิ่มขึ้นและเป็นปัจจัยสำคัญผลักดันมูลค่าตลาดศัลยกรรมของไทยปี 2022 ที่คาดว่าจะขยาย 15%-20% y-y และคาดว่าจะโตต่อเนื่องในอีก 8 ปีข้างหน้า +9.7% CAGR เป็นประโยชน์ต่อ MASTER ซึ่งสามารถขยายฐานลูกค้าอย่างรวดเร็วจากการรีวิวการให้บริการในโซเชียลของลูกค้า โดย 2 ปัจจัยหลักที่ผู้รับบริการ รีวิวและให้ความสำคัญคือ 1) ความเชี่ยวชาญกับผลงานของแพทย์ และ 2) ประสบการณ์ การรับบริการและชื่อเสียงที่ดีของโรงพยาบาลช่วยยืนยันคุณภาพการบริการจาก MASTER โดยไม่ต้องพึ่ง Presenter ที่มีชื่อเสียง และถือเป็นการตลาดแบบบอกต่อที่ต้นทุนต่ำ

คาดการณ์กำไรปี 2022 ฟิ้นแรง และจะโตต่อเนื่องในปี 2023 หลังเพิ่มกำลังการให้บริการ

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2022 จะเติบโตสูง +92%y-y และกำลังการให้บริการที่เพิ่มจะผลักดันกำไรสุทธิปี 2023 โตสูงต่อเนื่อง +38.2%y-y โดยสามารถโต 23% 3Y-CAGR (2021-24E) จากอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ย 57%-58% และอัตรากำไรสุทธิ 22%-24%

ประเมินราคาเป้าหมาย ด้วยวิธี DCF ปี 2023 เท่ากับ 65 บาท

ราคาเป้าหมาย 2023 ที่ 65 บาท ประเมินด้วยวิธี DCF (WACC 8.5%/Risk Premium 8.3%/Terminal Growth 3%) เทียบเท่ากับ PE 2023 ที่ 36 เท่า และ EV/EBITDA ที่ 22.1 เท่าในระดับใกล้เคียงกับ Peers อย่าง KLINIQ และกลุ่มโรงพยาบาลเอกชน



Sureeporn Teewasuwet

sureeporn.t@fssia.com
+66 2646 9972



Sureeporn Teewasuwet
sureeporn.t@fssia.com
+66 2646 9972

แผนการขาย IPO และนโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีแผนขายหุ้นสามัญจำนวนไม่เกิน 65 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 1 บาท/หุ้น) คิดเป็น 27.08% ของหุ้นสามัญที่ชำระแล้วหลัง IPO ประกอบด้วย

- 1) หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจำนวนไม่เกิน 50 ล้านหุ้น (คิดเป็น 20.83% ของหุ้นหลัง IPO)
- 2) หุ้นสามัญเดิมที่เสนอขายโดย In Glory Investments Limited จำนวนไม่เกิน 15 ล้านหุ้น (คิดเป็น 6.25% ของหุ้นหลัง IPO)

โดยภายหลัง IPO แล้วเสร็จบริษัทจะมีจำนวนหุ้นทั้งหมด 240 ล้านหุ้น เพิ่มขึ้นจาก 190 ล้านหุ้น ทั้งนี้ในช่วง 9M22 บริษัทมีการเพิ่มทุนให้กับผู้ถือหุ้นเดิมและผู้ถือหุ้นใหม่ 2 ครั้ง รายละเอียดดังนี้

Exhibit 1: การเปลี่ยนแปลงส่วนทุนในช่วง 9M22

ม.ค. 22	เพิ่มทุน 59 ลบ. จากเดิม 101 ลบ. เป็น 160 ลบ. ประกอบด้วย เพิ่มทุนให้ผู้ถือหุ้นเดิม 0.49 ล้านหุ้น ที่ราคาหุ้นละ 100 บาท (พาร์ 100 บาท/หุ้น) และเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหม่ 0.1 ล้านหุ้น ที่ราคาหุ้นละ 1,200 บาท (พาร์ 100 บาท/หุ้น) หรือที่ราคาหุ้นละ 12 บาท (พาร์ 1 บาท/หุ้น) จัดสรรให้กับผู้ถือหุ้นใหม่ 3 รายคือ 1.คุณวีรชัย มั่นสินธร 2.คุณปรีชา ส่งวัฒนา และ 3. คุณมณเฑียร อินทร์น้อย
ก.ค. 22	เปลี่ยนแปลงมูลค่าพาร์จาก 100 บาท/หุ้น เป็น 1 บาท/หุ้น ทำให้จำนวนหุ้นเพิ่มจาก 1.6 ล้านหุ้น เป็น 160 ล้านหุ้น
ก.ค. 22	เพิ่มทุนจำนวน 80 ล้านหุ้น จาก 160 ล้านหุ้น เป็น 240 ล้านหุ้น ที่ราคาหุ้นละ 1 บาท แบ่งเป็น

Source: MASTER

ในส่วนของเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่าห้ามผู้ถือหุ้นก่อนวันที่บริษัทเสนอขายหุ้น IPO นำหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่อาจเป็นหุ้นรวมทั้งหมด 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 132 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยเมื่อครบกำหนด 6 เดือน สามารถทยอยขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ติด Silent (หรือ 33 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี

ทั้งนี้ผู้ถือหุ้นอันดับ 4-6 ประกอบด้วยคุณวีรชัย มั่นสินธร, คุณปรีชา ส่งวัฒนา และคุณมณเฑียร อินทร์น้อย ไม่ติด Silent Period

บริษัทมีนโยบายจ่ายปันผลไม่น้อยกว่า 50% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะของบริษัท หลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และจัดสรรทุนสำรองต่างๆตามกฎหมาย

Exhibit 2: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ MASTER

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
	(%)	(%)
กลุ่มครอบครัวมาศมมาตล	93.75	67.97
1. นายแพทย์ระวีวัฒน์ มาศมมาตล	62.17	49.22
2. In Glory Investments Limited*	28.95	16.67
3. คุณภาสิตา ลีสกุล (ภรรยานายแพทย์ระวีวัฒน์)	2.63	2.08
ผู้ถือหุ้นอื่น		
4. คุณวีรชัย มั่นสินธร	2.34	1.86
5. คุณปรีชา ส่งวัฒนา	2.34	1.86
6. คุณมณเฑียร อินทร์น้อย	1.56	1.24
7. ประชาชนทั่วไป และบุคคลที่มีความสัมพันธ์กับบริษัท	--	27.08
จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)	190	240

Note: *In Glory Investments Limited เป็น Holding Company จัดตั้งที่ประเทศฮ่องกง มีนายแพทย์ระวีวัฒน์ถือหุ้น 100%

Source: MASTER

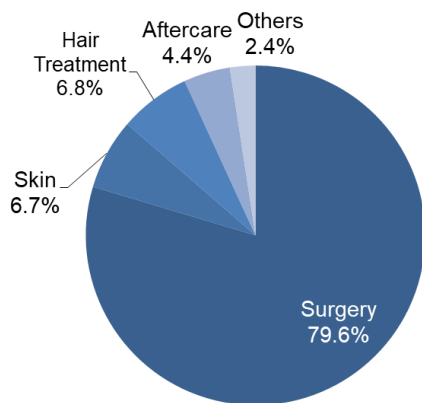
ลักษณะการประกอบธุรกิจ

ผู้ให้บริการศัลยกรรมความงามอย่างครบวงจร

ผู้ก่อตั้งคือ นายแพทย์ระวีวัฒน์ มาศนามาดล โดยในปี 2012 เริ่มให้บริการคลินิกความงามที่สยามสแควร์ ภายใต้ชื่อ มาสเตอร์พีซคลินิก และในปี 2013 ได้จดทะเบียนจัดตั้งเป็น บจ.มาสเตอร์ สไตล์ และในปี 2018 ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบกิจการสถานพยาบาลเฉพาะทางด้วยจำนวนเตียง 7 เตียง และเปลี่ยนชื่อเป็น โรงพยาบาลมาสเตอร์พีซ ให้บริการด้านศัลยกรรมความงามครบวงจร และย้ายสถานประกอบการไปยังถนนสุขุมวิท แขวงดุสิต กทม.

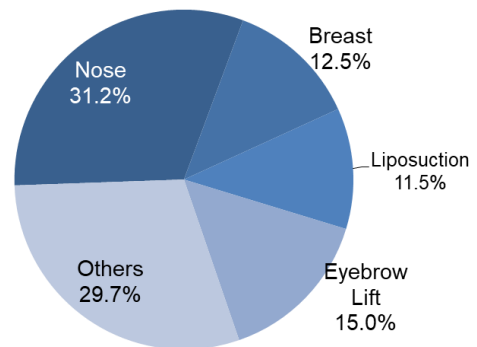
สิ้นเดือน ก.ย. 2022 บริษัทมีจำนวนแพทย์ 41 คน บุคลากร 533 คน โดยให้บริการด้านศัลยกรรมอย่างครบวงจรประกอบด้วยการให้บริการ 4 ประเภทได้แก่ 1. บริการด้านศัลยกรรม 2. บริการด้านการดูแลผิวพรรณ 3. บริการปลูกผมและดูแลเส้นผม และ 4. การดูแลหลังศัลยกรรม โดยบริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการบริการด้านศัลยกรรมมากที่สุดที่ 79.62% ของรายได้รวมงวด 9M22 ซึ่งให้บริการโดยทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญเฉพาะทางที่มีประสบการณ์ โดยบริษัทมีการให้บริการด้านศัลยกรรมหลากหลายประเภทสามารถแบ่งเป็นกลุ่มหลักได้ 5 กลุ่ม นำโดย ศัลยกรรมเสริมจมูก, ศัลยกรรมหน้าอก, ศัลยกรรมดูดไขมัน, ศัลยกรรมยกคิ้ว และศัลยกรรมอื่นๆ อาทิ ศัลยกรรมตา, ศัลยกรรมยุบโหนกคอดกตราม และ ศัลยกรรมตัดหนังหน้าท้อง เป็นต้น ปัจจุบันมีจำนวนห้องผ่าตัด 7 ห้อง และอยู่ระหว่างขยายจำนวนห้องผ่าตัดเพิ่มอีก 10 ห้อง รวมเป็น 17 ห้อง คาดจะเริ่มดำเนินการแล้วเสร็จในปี 2023

Exhibit 3: สัดส่วนรายได้แบ่งตามการให้บริการงวด 9M22



Source: MASTER

Exhibit 4: สัดส่วนรายได้จากบริการศัลยกรรม 9M22



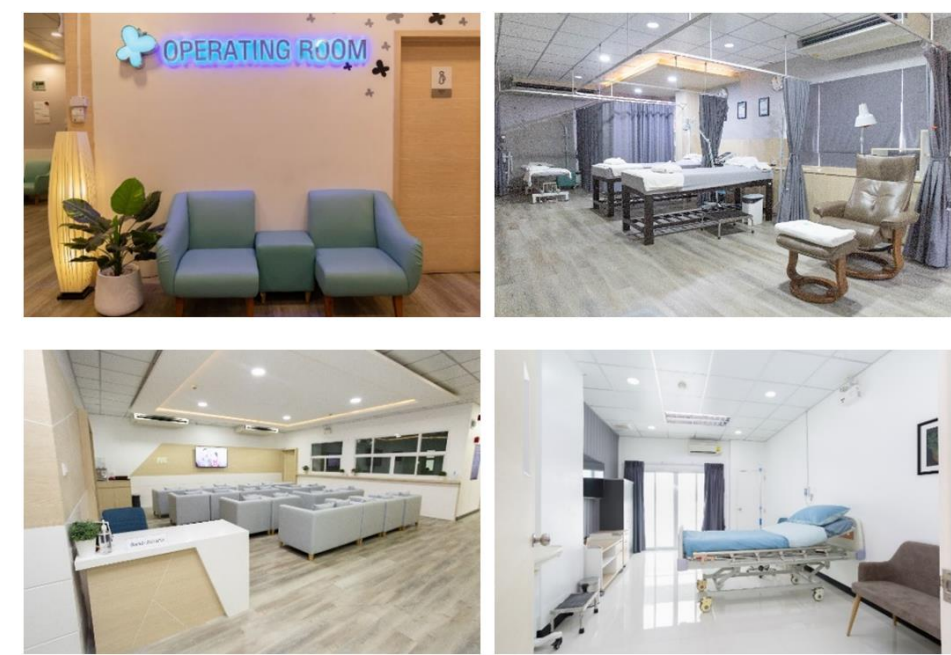
Source: MASTER

Exhibit 5: ตัวอย่างโรงพยาบาลมาสเตอร์พีซ



Sources: MASTER; FSSIA's compilation

Exhibit 6: แผนกศัลยกรรม



Sources: MASTER; FSSIA's compilation

Exhibit 7: แผนกดูแลเส้นผม และแผนกผิวพรรณ



Sources: MASTER; FSSIA's compilation

Exhibit 8: ประเภทการให้บริการในโรงพยาบาลมาสเตอร์พีชแบ่งออกเป็น 4 ประเภทหลัก

ประเภทให้บริการ	สัดส่วนรายได้ งวด 9M22	ตัวอย่างบริการ และรายละเอียด	
	(%)		
บริการศัลยกรรม	79.6	ศัลยกรรมเสริมจมูก	ศัลยกรรมเสริมจมูกด้วยเทคนิคปรับโครงสร้าง ศัลยกรรมเสริมจมูกแบบปิด ศัลยกรรมตัดปีกจมูก
		ศัลยกรรมตา	ศัลยกรรมตา 2 ชั้น ศัลยกรรมแก้มหนังตาตก ศัลยกรรมผ่าตัดเปิดหัวตา/หางตา ศัลยกรรมแก้มไขมันเนื้อตาอ่อนแรง แก้มตาตก ศัลยกรรมการจัดเรียงไขมันใต้ตาหรือกำจัดถุงใต้ตา ศัลยกรรมเติมชั้นตา (Dolly Eyes)
		ศัลยกรรมยกคิ้ว ยกหางตา ดึงหน้าผาก	ศัลยกรรมยกคิ้วผ่านกล้องเทคนิค ศัลยกรรมดึงหน้าต่อนกลางแบบส่องกล้อง ศัลยกรรมผ่าตัดดึงหน้า
		ศัลยกรรมหน้าอก	ศัลยกรรมเสริมหน้าอก ศัลยกรรมยกกระชับทรงอก ศัลยกรรมแก้มหน้าอก ศัลยกรรมลดขนาดทรงอก ศัลยกรรมแก้มขนาดหัวนม แก้มขนาดปานนม
		ศัลยกรรมดูดไขมัน และแก้มรูปราง	ศัลยกรรมดูดไขมัน ศัลยกรรม Facial Vaser Liposuction ศัลยกรรมดูดไขมันสร้างรูปกล้ามเนื้อหน้าท้อง ศัลยกรรมเติมไขมันด้วยเทคนิค Fat Transfer ศัลยกรรมยกกระชับผิวหลังดูดไขมันเครื่อง J-Plasma
		ศัลยกรรมตัดหนังหน้าท้อง	ศัลยกรรมตัดหนังแขน
		ศัลยกรรมปรับโครงสร้างใบหน้า	ศัลยกรรมลดโหนกแก้ม ศัลยกรรมตัดกราม ศัลยกรรมโครงสร้างวีไลน์ (V-Line) ศัลยกรรมเลือนคาง ศัลยกรรมตัดไขมันกระพุ้งแก้ม ศัลยกรรมเสริมคาง ศัลยกรรมปากกระชับ
		ศัลยกรรมอื่นๆ	ศัลยกรรมแก้มใบหู ศัลยกรรมเสริมหน้าผาก ศัลยกรรมผ่าตัดแปลงเพศ ศัลยกรรมเพศชาย / จูดซ่อนเร้น
บริการปลูกผมและดูแลเส้นผม	6.8	การปลูกผมถาวรโดยไม่ต้องผ่าตัดแบบ FUE (Follicular Unit Extraction) การทำ Hair Treatment	
บริการดูแลผิวพรรณ	6.7	การให้บริการเลเซอร์ เช่น eMatrix, Discovery Pico, V-Beam, Spectra Gold, Intense Pulse Light, Motive, YAG, Clear and Brilliant การปรับรูปหน้า เช่น Botox, Filler, Thermage, HIFU, Ultra-Lifting การทำ Treatment เช่น Dermis Cool, Triple Bright, Meno Aura, Face Cell กระชับสัดส่วน เช่น Master Slim Line (ปากกาลดความอยากอาหาร), EXILIS (สลายไขมัน ปรับสัดส่วนทั่วเรือนร่าง)	
การดูแลหลังศัลยกรรม	4.4	บริการดูแลลูกค้าหลังทำศัลยกรรม เช่น โปรแกรมหลังศัลยกรรมเสริมหน้าอก โดยการกระตุ้นไฟฟ้า การฉายแสง และการนวดกระชับหน้าอกโดยนักกายภาพบำบัด โปรแกรมดูแลหลังศัลยกรรมดูดไขมัน โดยใช้คลื่นพลังงานความถี่วิทยุ เพื่อช่วยสลายเซลล์ไขมัน และพังผืดกระชับสัดส่วน ลูกค้าสามารถเข้ารับบริการหลังดูดไขมัน 1 เดือนขึ้นไป และเข้ารับบริการได้สัปดาห์ละ 1-2 ครั้ง การขายผลิตภัณฑ์ดูแลตนเองหลังทำศัลยกรรมเช่น Support Bra, ผ้ารัดหน้าผาก เป็นต้น	

Sources: MASTER; FSSIA's compilation

Exhibit 9: ตัวอย่างขั้นตอนการให้บริการศัลยกรรม และการชำระเงิน

	ขั้นตอนการให้บริการ	รายละเอียด	การชำระเงิน
ขั้นตอนที่ 1	จัดทำข้อมูลลูกค้าและนัดหมายแพทย์	ลูกค้าติดต่อเข้ามา ผ่านช่องทางออนไลน์ เจ้าหน้าที่คัดกรองประวัติเบื้องต้น และบริการที่ลูกค้าสนใจ แนะนำและนัดหมายแพทย์	ชำระเงินมัดจำบางส่วนจากราคาประเมินค่าบริการเบื้องต้น
ขั้นตอนที่ 2	ทำประวัติและรับคำปรึกษาจากแพทย์	ทำประวัติลูกค้าอย่างละเอียด, ลูกค้าให้ความยินยอมเปิดเผยข้อมูลส่วนบุคคล (PADA) ลูกค้าเข้ารับคำปรึกษาจากแพทย์ทั้งขั้นตอน วัสดุที่ใช้ และเทคนิคการทำศัลยกรรม แพทย์และที่ปรึกษาสรุปค่าบริการทั้งหมด	ชำระเงิน 50% ของค่าบริการทั้งหมด
ขั้นตอนที่ 3	เตรียมตัวก่อนเข้ารับการผ่าตัด	ลูกค้าตรวจสอบสุขภาพที่แผนกตรวจสุขภาพของโรงพยาบาลเพื่อประเมินความพร้อม ลูกค้าสามารถรับการศัลยกรรมได้หากผลตรวจสุขภาพผ่านตามเกณฑ์ที่กำหนด	--
ขั้นตอนที่ 4	วันที่รับการผ่าตัด	ลูกค้าเข้ารับคำแนะนำการใช้ยา และการดูแลตัวเองหลังผ่าตัด ลูกค้าเซ็นใบยินยอมเข้ารับการผ่าตัด	ชำระค่าบริการส่วนที่เหลือทั้งจำนวนก่อนเข้ารับบริการ
ขั้นตอนที่ 5	การพักฟื้นหลังผ่าตัด	กรณีผ่าตัดเล็ก ลูกค้าไปพักฟื้นที่บ้านได้ทันที กรณีผ่าตัดใหญ่ ลูกค้าพักพื้นที่ห้องพักคอย 2-3 ชั่วโมง กรณีผ่าตัดใหญ่ที่แพทย์ต้องการติดตามผลใกล้ชิด ลูกค้าจะเข้าระบบผู้ป่วยนอนพักฟื้นที่โรงพยาบาล 1-2 คืน	--
		ภายหลังผ่าตัด 7-10 วัน แพทย์จะนัดลูกค้าเข้ามาตรวจติดตามอาการและตัดไหม ทำความสะอาดแผล ภายหลังผ่าตัด 1 เดือน ลูกค้ากลับมาตรวจติดตามอาการอีกรอบ รวมถึงถ่ายรูปทำประวัติภายหลังผ่าตัด	

Source: MASTER

กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย และช่องทางการทำการตลาดและสื่อสารกับลูกค้า

บริษัทมีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลักคือ ลูกค้าที่มีอายุตั้งแต่ 20 ปีขึ้นไปทั้งชายและหญิง ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มคือ

- 1) กลุ่มที่อายุน้อยกว่า 25 ปี - ส่วนใหญ่เป็นลูกค้าที่ทำศัลยกรรมครั้งแรก โดยนิยมทำศัลยกรรมพื้นฐาน เช่น เสริมตาสองชั้น หรือเสริมจมูก เป็นต้น
- 2) กลุ่มที่อยู่ในช่วง 25-50 ปี - อยู่ในช่วงวัยทำงานหรือวัยกลางคน เป็นกลุ่มลูกค้าที่มีกำลังซื้อ นิยมการทำศัลยกรรมหลากหลายรูปแบบ ซึ่งเป็นกลุ่มที่สามารถทำศัลยกรรมได้ทุกรูปแบบ ส่วนใหญ่นเน้นการเสริมความงาม เพิ่มความมั่นใจให้กับตนเอง
- 3) กลุ่มที่อายุมากกว่า 50 ปี - เป็นกลุ่มลูกค้าที่มีกำลังซื้อ ส่วนใหญ่นเน้นการทำศัลยกรรมเพื่อคงสภาพเดิมของใบหน้าและร่างกาย เช่น ศัลยกรรมยกคิ้ว ดึงหน้าผาก การปลูกผม เป็นต้น และการทำศัลยกรรมบางอย่าง ยังมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการรักษา เช่น การทำตาสองชั้นแก้ไขอาการกล้ามเนื้ออ่อนแรง หรืออาการหนังตาตกจนเกิดอาการขนตาที่มในลูกตา

จะเห็นว่าบริษัทมีการให้บริการด้านศัลยกรรมความงามที่หลากหลาย สามารถให้บริการได้ครอบคลุมทุกช่วงอายุ และให้บริการทั้งผู้หญิงและผู้ชาย โดยสิ่งที่กลุ่มผู้บริโภครุ่นใหม่ต้องการจากการทำศัลยกรรมคือ ผลลัพธ์ที่รวดเร็ว เป็นที่น่าพอใจ มีความปลอดภัย และต้องการได้รับบริการที่ดี ด้วยข้อมูลที่ทุกคนสามารถเข้าถึงได้ง่ายในอินเทอร์เน็ต ทำให้ลูกค้าที่มีการศึกษาหาข้อมูลก่อนมาเข้ารับบริการ บริษัทจึงมีช่องทางการติดต่อสื่อสารผ่านทั้ง Offline (สอบถามข้อมูลได้ที่โรงพยาบาล หรือผ่านโทรศัพท์) และ Online ซึ่งเป็นช่องทางที่ลูกค้าส่วนใหญ่นิยมใช้ โดยจะติดต่อสอบถามผ่าน Website ของโรงพยาบาล หรือผ่าน Social Media เช่น Facebook Instagram และ Line Official เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีช่องการจำหน่ายผ่านทาง Agency / Partner ซึ่งเป็นบุคคลและนิติบุคคลที่สนใจในการทำศัลยกรรม และมีกลุ่มลูกค้าที่อยากแนะนำให้มาทำศัลยกรรมกับทางโรงพยาบาล โดยบริษัทจะมีคำตอบแทนให้แก่ Agency / Partner ซึ่งงวด 9M22 บริษัทมีรายได้ที่เกิดจากการแนะนำของ Agency / Partner รว 10.4% ของรายได้รวม

แนวโน้มอุตสาหกรรม

คาดการณ์มูลค่าตลาดความงามทางการแพทย์ของโลก 2022-2030 จะโตเฉลี่ย 11% CAGR

อ้างอิงหนังสือชี้ชวนของบริษัทระบุว่า จากผลสำรวจของสมาคมศัลยกรรมตกแต่งนาฬิกาชีวิตพบว่าในปี 2020 อุตสาหกรรมเสริมความงามทั่วโลกมีมูลค่าสูงถึง 15 ล้านล้านบาท หรือราว US\$500,000 ล้าน ที่มีจำนวนประชากรมากที่สุดในโลก ขณะที่เกาหลีใต้ถือเป็นศูนย์กลางของการทำศัลยกรรมตกแต่งมากสุดในเอเชียแปซิฟิก

ขณะที่เว็บไซต์ของ Grand View Research มีการคาดการณ์มูลค่าตลาดความงามทางการแพทย์ทั่วโลกในปี 2022-2030 จะเติบโตเฉลี่ย 11% CAGR ปัจจัยหนุนการเติบโตมาจากทั้งการพัฒนาผลิตภัณฑ์และบริการที่เกิดจากเทคโนโลยีขั้นสูงมากขึ้น รวมถึงความต้องการรักษาความงามที่สูงขึ้นในกลุ่มผู้บริโภคเพศชาย โดยกลุ่มผลิตภัณฑ์และบริการความงามบนใบหน้ายังมีส่วนแบ่งตลาดด้านความงามทางการแพทย์ใหญ่สุด ส่วนการให้บริการศัลยกรรมที่มีความต้องการและพบบ่อยมากที่สุดคือ ศัลยกรรมหน้าอก 16%, ดูตไขมัน 15.1%, ศัลยกรรมตกแต่งตา 12.1%, ศัลยกรรมเสริมจมูก 8.4% เป็นต้น

เช่นเดียวกับ Allied Market Research ระบุว่ามูลค่าตลาดอุปกรณ์และเครื่องมือด้านความงามทั่วโลกในปี 2020 เท่ากับ US\$13,530 ล้าน และคาดการณ์ว่าจะเติบโตเพิ่มขึ้นเป็น US\$38,917 ล้านในปี 2030 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 10.7% CAGR ถือเป็นระดับการเติบโตที่ใกล้เคียงกับมูลค่าตลาดความงามทางการแพทย์ทั่วโลก

ตลาดความงามทางการแพทย์ของไทยมีแนวโน้มโตต่อเนื่อง และศัลยกรรมมีส่วนแบ่งการตลาดมากที่สุด

จากข้อมูลของสมาคมศัลยกรรมตกแต่งใบหน้าแห่งประเทศไทยระบุว่า มูลค่าตลาดของธุรกิจศัลยกรรมในประเทศไทยปี 2017 อยู่ที่ 3 หมื่นลบ. และได้เติบโตขึ้นเป็น 3.96-4.3 หมื่นลบ. ในปี 2019 ถัดมาในปี 2020-2021 มูลค่าตลาดได้ปรับตัวลดลงเฉลี่ย 10% ต่อปี จากการแพร่ระบาดของโควิด หากอิงข้อมูลดังกล่าวนั้นหมายถึงมูลค่าตลาดในปี 2021 จะอยู่ที่ราว 3.2 หมื่นลบ. และคาดการณ์ว่าในปี 2022 มูลค่าตลาดธุรกิจศัลยกรรมของไทยกลับมาฟื้น 15%-20% หรือราว 3.7-3.8 หมื่นลบ.

โดยการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทยระบุว่า ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางด้านความงามอันดับ 3 ของเอเชีย จากการมีจำนวนผู้เข้ารับบริการศัลยกรรมเพิ่มขึ้นทั้งชาวไทยและต่างชาติ เพราะมีบริการศัลยกรรมที่มีชื่อเสียงและมีมาตรฐานใกล้เคียงกับโรงพยาบาลในยุโรป กอปรกับค่านิยมที่เปิดกว้างเรื่องการทำศัลยกรรมและความงามเป็นที่ยอมรับมากขึ้นทั่วโลก

สอดคล้องกับเว็บไซต์ Grand View Research ระบุว่ามูลค่าตลาดเวชศาสตร์ความงามของไทยปี 2021 มีมูลค่าราว US\$1,520 ล้าน ส่วนแบ่งการตลาดมาจากการให้บริการแบบ Invasive Procedures หรือการทำศัลยกรรม คิดเป็นสัดส่วนราว 74% ของมูลค่าตลาดเวชศาสตร์ความงามของไทย และอีก 26% เป็นการให้บริการแบบ Non-invasive Procedures (เช่น การใช้ยาฉีด ยาฉีด การนวด การกดจุด หรือการฝังเข็ม เป็นต้น) และคาดการณ์อัตราการเติบโตของมูลค่าเวชศาสตร์ความงามของไทยในช่วงปี 2021-2030 เฉลี่ย 9.7% CAGR โดยเติบโตจากความต้องการของผู้บริโภคในประเทศที่ให้ความสำคัญกับรูปลักษณ์และความงามมากขึ้น ขณะที่ให้การยอมรับและเปิดกว้างเรื่องการทำศัลยกรรมมากขึ้น รวมถึงการท่องเที่ยวที่กำลังทยอยฟื้นตัวหลังโควิดคลี่คลาย ซึ่งประเทศไทยยังคงมีจุดเด่นจากการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ ซึ่งไม่เพียงแต่การรักษาโรคทั่วไปเท่านั้น แต่ยังมีความต้องการรับบริการหัตถการด้านความงามด้วย เนื่องจากค่าใช้จ่ายทางการแพทย์ในไทยต่ำกว่าประเทศอื่น ขณะที่มีความปลอดภัย และมีบุคลากรทางการแพทย์ด้านความงามที่มีความเชี่ยวชาญ

ทั้งนี้หัตถการที่ได้รับความนิยมในไทยมีหลากหลายประเภท ได้แก่ การฉีดโบท็อกซ์ ซึ่งครองส่วนแบ่งการตลาดใหญ่ที่สุดในกลุ่มเสริมความงามที่ไม่ต้องอาศัยการผ่าตัดในปี 2020 ขณะที่การยกกระชับผิวและกำจัดไขมันส่วนเกินเฉพาะที่มีแนวโน้มการเติบโตที่สูงค่าเฉลี่ย 17% CAGR ส่วนการศัลยกรรมพบว่า การยกคิ้ว การยกกระชับหน้าอก ยกกระชับคอ ศัลยกรรมปาก และยกกระชับต้นขา มีส่วนแบ่งการตลาดมากที่สุดราว 33% ในปี 2020 โดยเฉพาะศัลยกรรมตามีอัตราการเติบโตสูงราว 14% CAGR ถือเป็นบวกต่อบริษัทที่ให้บริการด้านศัลยกรรมอย่างครบวงจร ควบคู่กับการให้บริการดูแลผิวพรรณด้วย

Exhibit 10: มูลค่าตลาดเวชศาสตร์ความงามของไทย

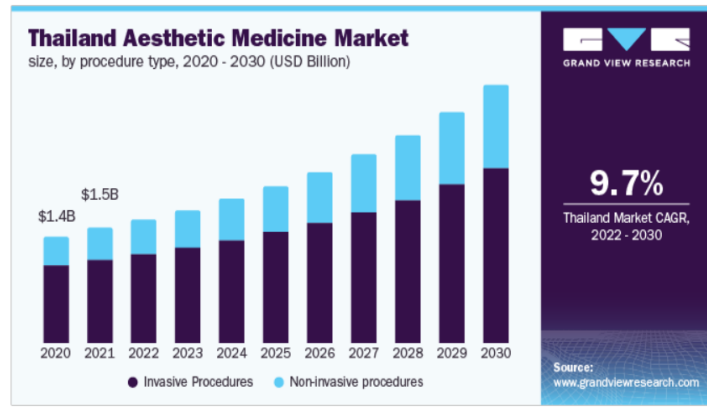
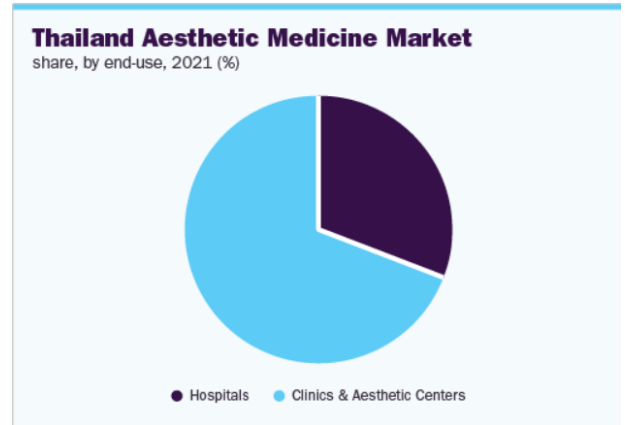
Source: [Grand View Research](#)

Exhibit 11: ส่วนแบ่งการตลาดของโรงพยาบาลและคลินิกความงาม

Source: [Grand View Research](#)

ภาครัฐมีมาตรการสนับสนุนอุตสาหกรรมความงามของไทย

ภาครัฐมีมาตรการสนับสนุนเร่งพัฒนาให้ไทยเป็นศูนย์กลางสุขภาพนานาชาติกรอบช่วงปี 2017-2026 โดยเฉพาะบริการด้านเสริมความงาม เวชศาสตร์ชะลอวัย ศัลยกรรม ทันตกรรม และการรักษาผู้มีบุตรยาก โดยมีมาตรการสำคัญได้แก่ 1.) ขยายเวลาพำนักในไทยเพื่อการรักษาพยาบาลของกลุ่ม CLMV และ จีน เป็น 90 วัน จากเดิม 30 วัน

2.) ขยายระยะเวลาพำนักระยะยาวแก่ชาวต่างชาติ 14 ประเทศ เป็น 10 ปี จากเดิม 1 ปี 3.) Visa on arrival 30 วัน สำหรับนักท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ และ 4.) แพ้เคจด้านทันตกรรมและตรวจสุขภาพสำหรับชาวต่างชาติ

ข้อมูลจาก Allied Market Research คาดการณ์มูลค่าตลาดท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ของไทยในปี 2023 จะมีมูลค่าตลาดที่ 3.1 แสนลบ. และคาดเติบโตแต่ละระดับ 7.6 แสนลบ.ในปี 2027 คิดเป็นอัตราการเติบโต 13.2% CAGR

ภาวะการแข่งขัน และคู่แข่ง

ตลาดเสริมความงามมีการเติบโตอย่างมากในช่วงก่อนโควิด ทำให้มีนักลงทุนเข้ามาเปิดคลินิกเสริมความงามจำนวนมาก และทำให้เกิดการแข่งขันในธุรกิจศัลยกรรมค่อนข้างสูง โดยในช่วงปี 2019 คลินิกความงามในไทยมีจำนวนรวมกว่า 3,000-4,000 แห่ง แบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม

- กลุ่มโรงพยาบาล** ซึ่งมีการให้บริการด้านเวชกรรม การพยาบาล เกสซกรรม และด้านเทคนิคการแพทย์ และอาจมีการบริการศัลยกรรมเฉพาะด้าน ส่วนใหญ่โรงพยาบาลเอกชนมีแผนกศัลยกรรม รวมถึงศัลยกรรมตกแต่งเพื่อความงาม และโรงพยาบาลบางแห่งอาจมีศูนย์เลเซอร์ หรือมีแผนกผิวหนังเพื่อรองรับลูกค้าโดยเฉพาะ เช่น โรงพยาบาลศัลยกรรมมาสเตอร์พีช, โรงพยาบาลผิวหนังอโศก, โรงพยาบาลศัลยกรรมตกแต่งกมล, โรงพยาบาลศัลยกรรมเอสแอลซี เป็นต้น ทั้งนี้โรงพยาบาลเหล่านี้มักมีจำนวนสาขาที่น้อย แต่ให้บริการด้านความงามครบวงจร
- กลุ่มคลินิกเวชกรรมความงาม** การแข่งขันของผู้ประกอบการธุรกิจคลินิกเวชกรรมความงามถือว่าค่อนข้างสูง จากจำนวนผู้ประกอบการหลายราย และมีสาขาส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในศูนย์การค้า ห้างสรรพสินค้าชั้นนำ ขณะที่การให้บริการประเภทต่างๆ มีความคล้ายคลึงกัน และมีวัตถุประสงค์ที่ใกล้เคียงกัน จึงต้องแข่งขันกันที่ราคาและโปรโมชั่น เพื่อดึงดูดลูกค้า โดยเป็นกลุ่มที่เน้นการบริการด้านผิวพรรณเป็นหลัก มีผู้ประกอบการเพียงไม่กี่รายที่เริ่มขยายการให้บริการด้านศัลยกรรมด้วย ปัจจุบันมีจำนวน 1,458 แห่งทั่วประเทศ โดยประกอบด้วยรูปแบบคลินิกความงามสาขาเดียว และหลายสาขา ซึ่งส่วนใหญ่นิยมตั้งสาขาในศูนย์การค้า เช่น APEX, The Klinique, Romrawin, Pongsak, V-Square, Pornkasem, Tanaporn, Nitipon, KKC, Rajdhevee, iSky Center, SLC, Meko เป็นต้น

สำหรับ MASTER เรามองว่าคู่แข่งโดยตรงคือ โรงพยาบาลหรือคลินิกเอกชนที่ให้บริการเสริมความงามเฉพาะทางทั้งรายใหญ่และรายย่อย โดยต้องเน้นการให้บริการด้านศัลยกรรม ในมาตรฐานโรงพยาบาล มีระบบห้องผ่าตัดที่ทันสมัย รวมถึงมีทีมแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์ที่มีความสามารถ เช่น โรงพยาบาลยันฮี, APEX, The Klinique, SLC, โรงพยาบาลเลอลักษณ, โรงพยาบาลศัลยกรรมตกแต่ง ดับเบิลยู และโรงพยาบาลศัลยกรรมตกแต่งกมล เป็นต้น

หากพิจารณาข้อมูลทางการเงินของผู้ประกอบการโรงพยาบาลและคลินิกเวชกรรมความงามที่มีการให้บริการศัลยกรรมพบว่า ธุรกิจนี้มีอัตรากำไรขั้นต้นที่ค่อนข้างสูงเฉลี่ย 40%-50% แต่ก็มีค่าใช้จ่ายที่สูงเช่นกันทั้งค่าเช่า ค่าใช้จ่ายพนักงาน ค่าคอมมิชชั่น และค่าใช้จ่ายทางการตลาด โดยมี SG&A to Sale เฉลี่ยราว 35-40% แต่ในแง่กำไรสุทธิพบว่ายังขาดทุนถึง 4 บริษัท จากทั้งหมด 13 บริษัทที่เราทำการศึกษา โดย MASTER ถือเป็นผู้ประกอบการที่มีอัตรากำไรสุทธิปี 2021 สูงสุด รองมาคือ APEX และ Meko

Exhibit 12: ตัวเลขทางการเงินของโรงพยาบาลและคลินิกเวชกรรมความงามที่เป็นคู่แข่งของบริษัท

โรงพยาบาล / คลินิก	จำนวน สาขา	ปีที่ ก่อตั้ง	ลักษณะธุรกิจ	รายได้ 2021	กำไรสุทธิ 2021	% GPM	% SG&A to Sale	Net Margin
				(THB m)	(THB m)	(%)	(%)	(%)
MASTER	1	2013	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์ ปลูกผม	660	162.8	52.7	25.3	24.7
โรงพยาบาลยันฮี	1	1994	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์ ทันตกรรม รักษาโรคทั่วไป	1,371	(91.7)	20.7	25.7	(6.7)
APEX	19	1995	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์ ปลูกผม ทันตกรรม	978	198.1	50.7	32.8	20.2
The Klinique	36	2009	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์ ผลิตภัณฑ์เวชภัณฑ์	950	129.3	58.8	42.9	13.6
Siam Laser (SLC)	19	2005	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์ ปลูกผม	829	(57.1)	25.1	34.5	(6.9)
Meko	5	1982	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์	198	31.7	55.0	37.7	16.0
โรงพยาบาลเลอลักษณ	4	2006	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์	150	1.17	49.0	47.8	0.8
โรงพยาบาลศัลยกรรมตกแต่งดับเบิลยู	1	2018	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์	148	2.5	65.4	55.1	1.7
เดอมาสเตอร์ บิวตี้ คลินิก	5	2011	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์ ปลูกผม ผลิตภัณฑ์ดูแลผิว	129	(25.6)	15.4	35.0	(19.8)
โรงพยาบาลศัลยกรรมตกแต่งกมล	1	2009	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์	124	1.7	32.5	28.5	1.4
เวอร์เทคคลินิก	1	2010	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์ ปลูกผม	120	13.2	53.3	41.4	11.0
โรงพยาบาลเอเชีย	1	2014	ศัลยกรรม	88	9.8	59.8	52.8	11.1
โรงพยาบาลวรรณสิริ	1	2012	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์	63	(54.3)	33.0	23.5	nm
เอส45 คลินิก	2	1982	ศัลยกรรม ผิวดerm เลเซอร์	15	1.6	55.0	37.7	16.0

Sources: Company Filing; Data Warehouse; FSSIA's compilation

ประเด็นการลงทุน

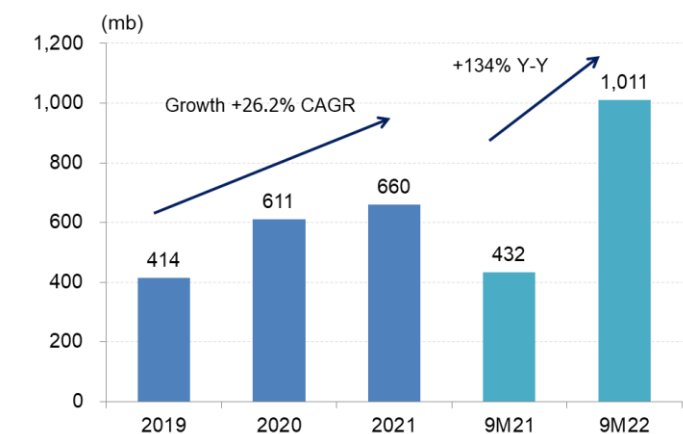
แนวโน้มมูลค่าตลาดศัลยกรรมความงามเติบโตต่อเนื่อง

จากคาดการณ์มูลค่าตลาดศัลยกรรมของไทยปี 2022 จะเติบโตสูงราว 15%-20% ส่วนหนึ่งเพราะการฟื้นตัวจากโควิด แม้ธุรกิจโรงพยาบาลจะไม่ถูกกระทบจากมาตรการล็อกดาวน์ แต่ด้วยความกังวลของลูกค้าย ทำให้รายได้บริการศัลยกรรมปี 2021 โตเพียง 3.7% Y-Y ขณะที่รายได้ดูแลผิวพรรณ -12.8% Y-Y แต่รายได้รวมปี 2021 ยังเติบโตได้ +7.9% Y-Y เพราะบริษัทมีการให้บริการตรวจโควิด และคาดการณ์ว่าในอีก 8 ปีข้างหน้า มูลค่าตลาดจะมีการเติบโตต่อเนื่อง 9.7% CAGR สะท้อนว่าผู้บริโภคมีความเข้าใจ และยอมรับการทำศัลยกรรมมากขึ้น และมีการขยายวัตถุประสงค์ของการทำศัลยกรรม จากอดีตที่เป็นการทำเพื่อแก้ไขความบกพร่องทางใบหน้า (จากความบกพร่องแต่กำเนิดหรืออุบัติเหตุ) ถัดมาได้มีการคิดค้นเทคโนโลยีเครื่องมือ อุปกรณ์ที่ทันสมัย และปลอดภัยมากขึ้น รวมถึงพัฒนาการของกระบวนการเทคนิคในการทำศัลยกรรม และวัสดุที่ใช้ก็ถูกพัฒนาเช่นเดียวกัน สอดคล้องกับเทรนด์ใหม่ๆ เพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่มีประสิทธิภาพประสิทธิผลมากขึ้น ทำให้ผู้บริโภคมีความเชื่อมั่นในการทำศัลยกรรมมากขึ้น และเป็นการทำเพื่อความสวยงาม เพื่อพัฒนาบุคลิกภาพช่วยสร้างความมั่นใจ ปรับปรุงลักษณะให้สวยงาม และเต็มใจที่จะเปิดเผย สะท้อนให้เห็นผ่านการนิยมรีวิวในโลกโซเชียล ซึ่งเป็นช่องทางที่เข้าถึงได้ง่าย ยิ่งส่งเสริมให้ความต้องการทำศัลยกรรมสูงขึ้น และ จึงทำให้แนวโน้มราคาค่าบริการทำศัลยกรรมปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่องเช่นเดียวกัน

กลุ่มลูกค้าระดับกลางถึงบน มีความอ่อนไหวต่อราคาและความผันผวนของเศรษฐกิจต่ำ

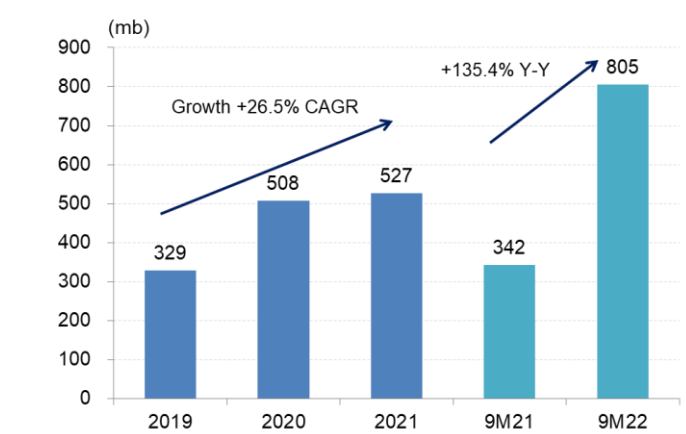
เราประเมินกลุ่มลูกค้าเป้าหมายของบริษัทจัดอยู่ในกลุ่มคนที่มีรายได้ระดับกลางถึงบน ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีความอ่อนไหวต่อราคาค่าบริการค่อนข้างต่ำ แม้โรงพยาบาล MASTER จะมีราคาค่าบริการสำหรับลูกค้าหลายกลุ่ม ขึ้นอยู่กับความสามารถในการจ่าย ซึ่งจะแตกต่างกันตามเทคนิค ค่าแพทย์ และวัสดุที่แตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม เรามองว่ากลุ่มลูกค้าที่ต้องการทำศัลยกรรมนั้น จะให้ความสำคัญกับความปลอดภัยและความน่าเชื่อถือเป็นลำดับแรก รวมถึงต้องการบริการที่ดีจากแพทย์ที่มีความเชี่ยวชาญ และมีประสบการณ์มาก จึงพร้อมที่จะจ่ายเพื่อสิ่งที่ดีที่สุดเพื่อตัวเอง ดังนั้นลูกค้าเหล่านี้มักเลือกใช้บริการจากโรงพยาบาลที่น่าเชื่อถือในการทำศัลยกรรม ทั้งนี้ปัจจัยในการพิจารณาเพื่อตัดสินใจในการใช้บริการทำศัลยกรรม ไม่ได้คำนึงถึงภาวะเศรษฐกิจแต่อย่างใด ขึ้นอยู่กับความพึงพอใจส่วนบุคคลเป็นหลัก

Exhibit 13: รายได้รวมในช่วง 2019-9M22



Sources: MASTER; FSSIA's compilation

Exhibit 14: รายได้จากการทำศัลยกรรม 2019-9M22



Sources: MASTER; FSSIA's compilation

มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จักมายาวนาน และมีรางวัลการันตี

เริ่มตั้งแต่ผู้ก่อตั้งโรงพยาบาลมาสเตอร์พีชคือ นายแพทย์ระวีวัฒน์ มาศมมาตล ซึ่งมีประสบการณ์และได้รับการยอมรับจากลูกค้าจำนวนมากอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะดาราดาวและ Celebrity มากมาย เป็นผู้นำเสนอเทคโนโลยีที่ทันสมัย และเทคนิคที่โดดเด่น เช่น การศัลยกรรมตา 2 ชั้น ซึ่งมีชื่อเรียกในวงการว่า Celebrity Eyes และได้นำประสบการณ์ของตนเอง หล่อหลอมรวมกับปรัชญาในการทำงาน เพื่อสร้างวัฒนธรรมในองค์กร และด้วยเทคนิคที่หลากหลายของทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญ รวมถึงทีมงานที่แข็งแกร่ง การหล่อหลอมรวมกันเป็นเวลากว่า 9 ปี ทำให้โรงพยาบาลมาสเตอร์พีช

กลายเป็นที่รู้จัก และได้รับการยอมรับจากลูกค้า รวมถึงเป็นตัวเลือกรายแรกของลูกค้าในการขอคำปรึกษาหรือรับบริการด้านศัลยกรรม อีกทั้งยังมีรางวัลการันตี

Exhibit 15: รางวัลและประกาศนียบัตรที่ได้รับ

ปี	รางวัลและประกาศนียบัตร
2019	Certificate of Training “Practical of Anti-aging in Aesthetic and wellness” on April 3,2019, from Inspire Eternity Co.,Ltd
2020	Certificate of Appreciation 2020 1st PASCAL Thailand Forum (Professional Aesthetic Surgery, Cosmetics & Anti-aging Leaders)
2021	โรงพยาบาลมาสเตอร์พีช ได้รับรางวัล Thailand Social Awards 2021 ประเภท Best Brand Performance on Social Media สาขา Hospital & Medical Center จาก บริษัท ไวซ์ไซท์ (ประเทศไทย) จำกัด
	โรงพยาบาลมาสเตอร์พีช ได้รับการรับรองมาตรฐาน ISO 9001:2015
2022	Galderma x Master Top 100 Exclusive Clinic 2022
	โรงพยาบาลมาสเตอร์พีช ได้รับการรับรองมาตรฐาน ISO 27001:2013
	Winner of Thailand Health and Beauty Awards (THBA) 2022

Source: MASTER

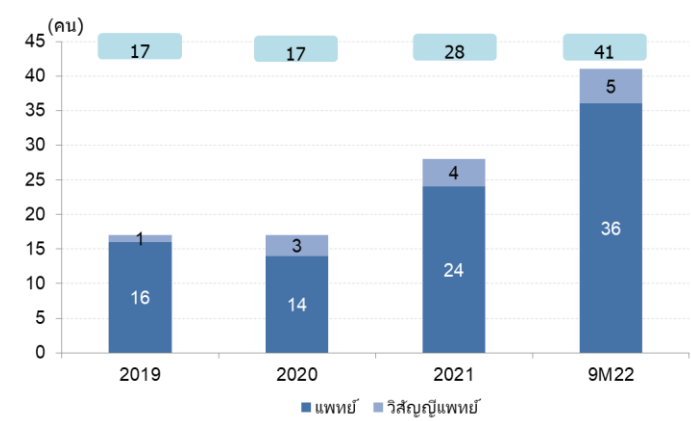
Key Success Factors คือ แพทย์ และการบอกต่อของลูกค้า

ปัจจัยแห่งความสำเร็จในธุรกิจให้บริการศัลยกรรมปัจจัยหนึ่งคือ การมีแพทย์ผู้เชี่ยวชาญ มีประสบการณ์ และมีผลงานเป็นที่ยอมรับของลูกค้าและบุคคลในวงการศัลยกรรม ทำให้คำบริการสำหรับแพทย์แต่ละท่านจะมีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับชื่อเสียงและความต้องการของลูกค้า สอดคล้องกับหลัก Demand-Supply ดังนั้นบริษัทจึงมีการใช้สื่อออนไลน์เพื่อโปรโมทแพทย์ผ่านช่องทางการตลาด และเพื่อให้แพทย์เป็นที่รู้จัก นอกจากนี้หากลูกค้าประทับใจในบริการและความสามารถของแพทย์ จะนำไปสู่การบอกปากต่อปาก (Word of Mouth) แนะนำคนที่รู้จักให้มาเป็นลูกค้ากับทางโรงพยาบาล หรือการรีวิวผลลัพธ์ในโลกโซเชียล นำไปสู่การสร้างผลตอบแทนอย่างคุ้มค่าให้กับแพทย์ และเติบโตไปในระยะยาวพร้อมกับบริษัท

บริษัทให้ความสำคัญกับการคัดเลือกแพทย์เป็นอย่างมาก โดยจะคัดเลือกให้สอดคล้องกับวัฒนธรรมและปรัชญาขององค์กร ทั้งนี้โรงพยาบาลเปิดดำเนินการธุรกิจมากกว่า 9 ปี มีผลงานเป็นที่ยอมรับและมีชื่อเสียงในสังคมและวงการแพทย์ ส่งผลให้มีแพทย์จำนวนมากสนใจร่วมงานกันบริษัท ทำให้บริษัทมีโอกาสนในการเลือกแพทย์มากขึ้น โดยเมื่อบริษัทคัดเลือกแพทย์ได้ตามที่ต้องการแล้ว จะมีการจัดทำสัญญาการใช้โรงพยาบาลเพื่อประกอบโรคศิลปะกับแพทย์ที่ผ่านการสัมภาษณ์ โดยสัญญาเป็นสัญญาระยะยาวที่มีอายุสัญญาตั้งแต่ 3-10 ปี ขึ้นอยู่กับการตกลงของทั้ง 2 ฝ่าย สัญญาเป็นสัญญาที่มีมาตรฐาน มีรายละเอียดและข้อตกลงชัดเจน ส่วนหนึ่งเรามองว่าการมีสัญญากับแพทย์ถือเป็นการป้องกันความเสี่ยงกรณีถูกคู่แข่งซื้อตัวแพทย์

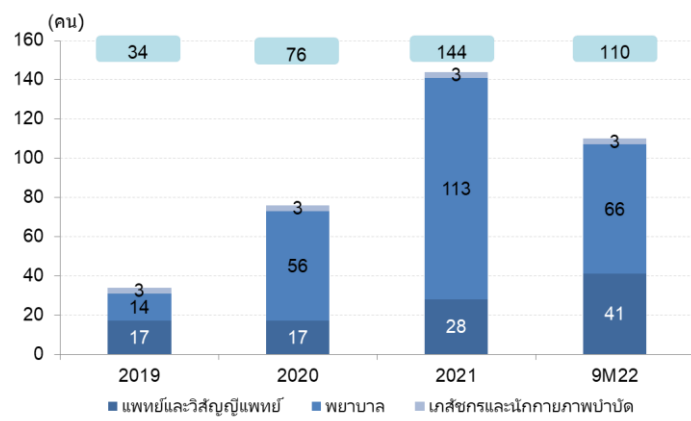
บริษัทมีแผนพัฒนาแพทย์ภายในองค์กร ตั้งแต่การทำงานวันแรกจะมีแพทย์อาวุโสให้คำแนะนำ เทคนิคการผ่าตัด และให้ข้อเสนอแนะ และยังมีบุคลากรทางการแพทย์ที่มีความเชี่ยวชาญแตกต่างกันและมาจากหลายสถาบันศึกษา มาร่วมกันเป็นกลุ่มเครือข่ายกลุ่มศัลยกรรมที่มีการอัปเดตเทรนด์การเสริมความงามให้ทันสมัยอยู่ตลอดเวลา และยังส่งเสริมให้แพทย์ไปร่วมสัมมนาเทคนิคเฉพาะทางกับสถาบันการแพทย์ระดับโลก เช่น Korean Collage of Cosmetics Surgery (KCCS), The American Board of Anti-Aging / Regenerative Medicine (ABAARM) และ Samsung Medical Center เป็นต้น โดยล่าสุดในปี 2022 บริษัททำข้อตกลงกับ KCCS และสถาบัน Face Design ซึ่งเป็นสถาบันที่ได้รับการยอมรับจากศัลยกรรมทั่วโลกทั้ง ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย และอินโดนีเซีย ที่มีความสนใจในการทำศัลยกรรมแบบเกาหลี โดยได้วางจ้างที่ปรึกษาแพทย์จากเกาหลี 3 ท่าน ที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านศัลยกรรมโครงหน้ายุบโหนกคอตกราม ศัลยกรรมตาและจมูก และหัตถการดูแลผิวพรรณและเลเซอร์ มาเป็นที่ปรึกษาให้กับทีมแพทย์ของโรงพยาบาลในไทยแต่เพียงผู้เดียว (Exclusive) เพื่อยกระดับการให้บริการด้านศัลยกรรมของบริษัท

Exhibit 16: จำนวนแพทย์ (รวมวิสัญญีแพทย์)



Sources: MASTER; FSSIA's compilation

Exhibit 17: จำนวนแพทย์ และบุคลากรทางการแพทย์



Sources: MASTER; FSSIA's compilation

ให้บริการด้านศัลยกรรมครบวงจร และมีแผนขยายห้องผ่าตัด

บริษัทถือเป็นผู้ประกอบการที่ให้บริการทำศัลยกรรมอย่างครบวงจร นอกจากสามารถแก้ไขปัญหา และตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้หลายหลายวัตถุประสงค์แล้ว ยังสามารถสร้าง Repeat Sales จากลูกค้ารายเดิมได้ ด้วยธรรมชาติของมนุษย์ที่ต้องการดูดีหรือสวยงามอย่างสมบูรณ์แบบในมุมมองของตนเอง ทำให้ไม่จบที่การทำศัลยกรรมเพียงครั้งเดียว แต่อาจขยับไปทำศัลยกรรมในส่วนอื่นๆต่อไป สะท้อนผ่านการเติบโตของรายได้ 3 ปีที่ผ่านมาโตเฉลี่ย 26.2% CAGR และล่าสุดใน 9M22 รายได้เติบโตเร่งตัวขึ้น +134% Y-Y ภายหลังโควิดคลี่คลาย ทำให้มีการใช้กำลังการให้บริการสูงถึง 92.99% ถือเป็นการใช้เต็มกำลังการบริการแล้ว ภายใต้จำนวนห้องผ่าตัดปัจจุบันที่ 7 ห้อง ดังนั้นบริษัทจึงมีแผนนำเงินที่ได้จากการขาย IPO ใช้ขยายกำลังการให้บริการเพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต โดยมีรายละเอียดดังนี้

Exhibit 18: กำลังการให้บริการ

กำลังการให้บริการ	หน่วย	2019	2020	2021	9M22
จำนวนห้องผ่าตัด	ห้อง	7	7	7	7
จำนวนชั่วโมงให้บริการ	ชั่วโมงต่อปี	16,973	21,704	20,531	26,657
กำลังการให้บริการสูงสุด*	ชั่วโมงต่อปี	30,660	30,660	30,660	28,665
อัตราการใช้บริการ	%	55.36%	70.79%	66.96%	92.99%

Note: กำลังการให้บริการสูงสุดคำนวณจากจำนวนห้องผ่าตัด x เวลาที่ใช้ในห้องผ่าตัด x จำนวนวัน โดยในปี 2019-2021 เวลาที่ใช้ในห้องผ่าตัดเท่ากับ 12 ชั่วโมงต่อวัน และจำนวนวันเท่ากับ 365 วัน ส่วนงวด 9M22 เวลาที่ใช้ในห้องผ่าตัดเท่ากับ 15 ชั่วโมงต่อวัน และจำนวนวันเท่ากับ 273 วัน

Source: MASTER

Exhibit 19: แผนการเพิ่มห้องผ่าตัดและจำนวนเตียง

	จำนวนปัจจุบัน	จำนวนลงทุนเพิ่ม	จำนวนหลังลงทุน
ห้องผ่าตัด (ห้อง)	7	10	17
เตียงผู้ป่วยใน (เตียง)	7	10	17
เตียงพักฟื้น (เตียง)	8	12	20

Source: MASTER

Exhibit 20: แผนลงทุนของบริษัท

แผนลงทุน	ประมาณการเงินลงทุน	ระยะเวลาลงทุน	รายละเอียด
ปรับปรุงอาคารและเพิ่มจำนวนห้องผ่าตัดบนพื้นที่โรงพยาบาลเดิม และขยายศูนย์บริการต่าง ๆ เช่น ศูนย์ดูแลผิวพรรณ, ศูนย์ปลูกผมและดูแลเส้นผม เป็นต้น	100 ลบ.	ภายในปี 2023	มีแผนเพิ่มจำนวนห้องผ่าตัดอีก 10 ห้อง, จำนวนเตียงผู้ป่วยใน 10 เตียง และเตียงพักฟื้น 12 เตียง เพื่อรองรับจำนวนลูกค้าที่เพิ่มขึ้น ให้สอดคล้องกับการเพิ่มของจำนวนห้องผ่าตัด
ลงทุนซื้อเครื่องมือและอุปกรณ์การแพทย์	150 ลบ.	ภายในปี 2024	มีแผนลงทุนซื้อเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์สำหรับศัลยกรรม การปลูกผมและดูแลเส้นผม และดูแลผิวพรรณและเลเซอร์
ลงทุนก่อสร้างและปรับปรุงอาคารบนพื้นที่เช่า (อยู่ติดกับที่ตั้งของโรงพยาบาล)	200 ลบ.	ภายในปี 2024	มีแผนขยายพื้นที่ศูนย์ให้บริการต่าง ๆ ได้แก่ ศูนย์ดูแลเส้นผม ศูนย์ดูแลผิวพรรณ ศูนย์ตา และศูนย์สุขภาพชาย รวมถึงสิ่งอำนวยความสะดวกและสำนักงาน
ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในธุรกิจ	--	--	--

Source: MASTER

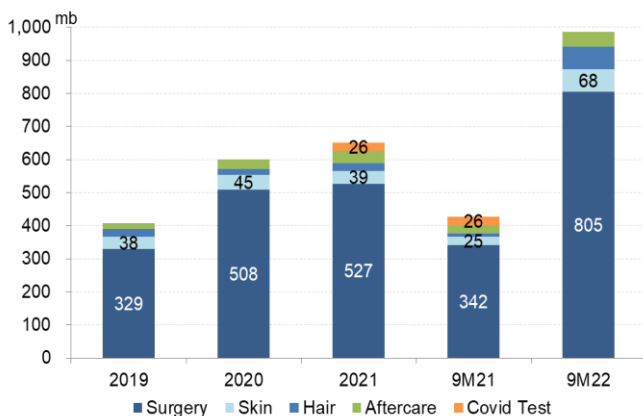
ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ถูกกระทบจากโควิดเล็กน้อย

ในช่วงปี 2019-21 บริษัทมีรายได้จากการประกอบกิจการโรงพยาบาลเติบโต 26.2% CAGR จาก 414 ลบ. ในปี 2019 เพิ่มขึ้นเป็น 660 ลบ. ในปี 2021 ทั้งนี้ในปี 2021 มีรายได้เติบโตเพียง 7.9% Y-Y เนื่องจากเผชิญผลกระทบจากโควิด แม้โรงพยาบาลไม่ถูกมาตรการล็อกดาวน์ แต่ลูกค้าส่วนหนึ่งไม่กล้ามาใช้บริการ โดยรายได้จากการให้บริการศัลยกรรมในปี 2021 เติบโตเพียง 3.7% Y-Y ขณะที่รายได้จากการดูแลผิวพรรณและเลเซอร์ชะลอตัว -12.8% Y-Y ทั้งนี้บริษัทมีรายได้จากการให้บริการตรวจโควิดสำหรับประชาชนทั่วไปในปี 2021 รวม 26 ลบ. หรือราว 3.9% ของรายได้รวม ซึ่งในปี 2022 ไม่ได้มีบริการตรวจโรคโควิดอีก

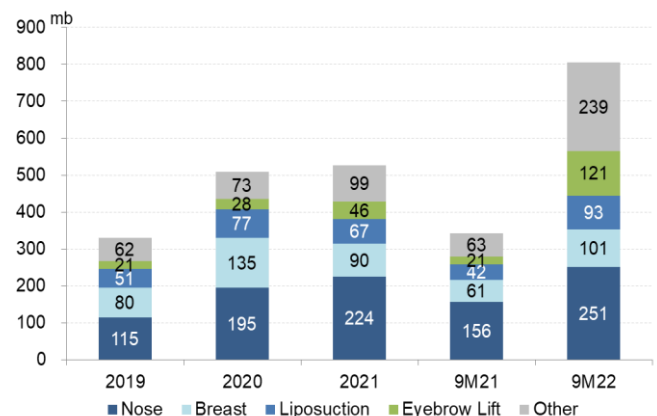
ปัจจัยหนุนการเติบโตของรายได้ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาคือ รายได้จากการศัลยกรรมเป็นหลัก +26.5% CAGR และเติบโตเด่นในการทำศัลยกรรมยกคิ้ว +46.7% CAGR รองมาคือ ศัลยกรรมจมูก +39.6% จากความนิยมในการทำศัลยกรรมเสริมจมูกแบบเปิดที่มีค่าบริการเฉลี่ยต่อครั้งสูงกว่าการศัลยกรรมจมูกแบบปิด, ศัลยกรรมดูดไขมัน +14.3% และศัลยกรรมหน้าอก +6.5%

Exhibit 21: โครงสร้างรายได้จากการประกอบกิจการโรงพยาบาล



Sources: MASTER; FSSIA's compilation

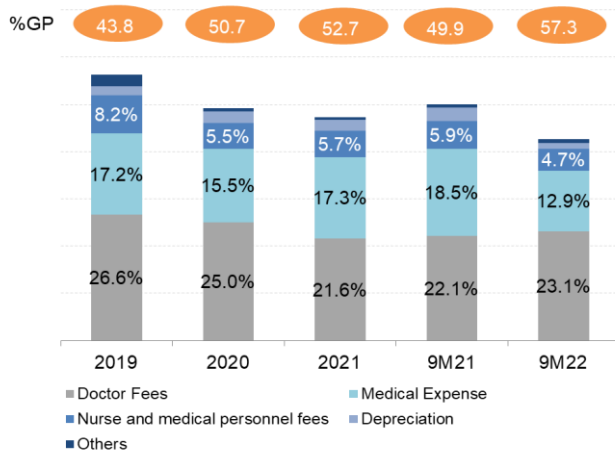
Exhibit 22: โครงสร้างรายได้จากการศัลยกรรม



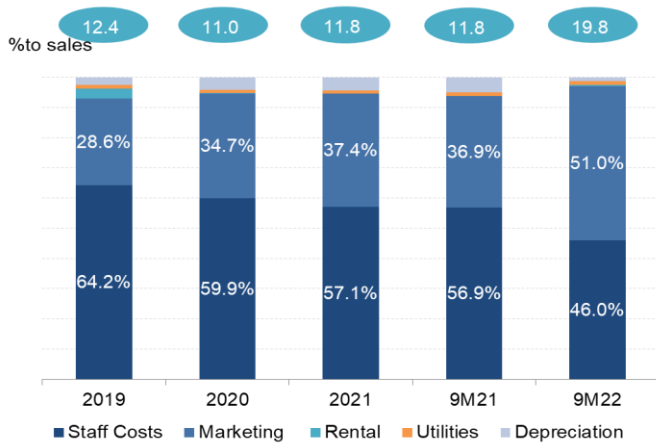
Sources: MASTER; FSSIA's compilation

ในส่วนของต้นทุนการบริการประกอบด้วย ค่าธรรมเนียมแพทย์, ต้นทุนยา เวชภัณฑ์ และวัสดุสิ้นเปลือง และค่าตอบแทนพยาบาลและบุคลากรทางการแพทย์ ส่วนใหญ่เป็นต้นทุนที่ผันแปรตามรายได้ โดยในช่วงปี 2019-21 บริษัทมีอัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นได้ต่อเนื่องจาก 43.8% ในปี 2019 สูงขึ้นเป็น 52.7% ในปี 2021 เนื่องจากการปรับรูปแบบว่าจ้างวิสัญญีแพทย์จากรายชั่วโมงเป็นรายเดือน ทำให้อัตราค่าธรรมเนียมของวิสัญญีแพทย์ลดลง และมีค่าธรรมเนียมแพทย์ลดลง ด้วยผลของการรับแพทย์ใหม่ทำให้อัตราค่าธรรมเนียมแพทย์เฉลี่ยลดลง ขณะที่ SG&A to Sales เฉลี่ยอยู่ที่ 24%-25% ส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายพยาบาลและพนักงาน ขณะที่ค่าใช้จ่ายทางการตลาดเพียง 3%-5% ของรายได้รวม โดยบริษัทเน้นทำการตลาดแบบออนไลน์ และอาจมีอาศัยป้ายโฆษณา Billboard ขนาดใหญ่แต่ไม่ใช่ศิลปินดารามาเป็น Presenter ที่ผ่านมาช่องทางการตลาดสำคัญคือ การรีวิวหรือการบอกต่อของลูกค้า

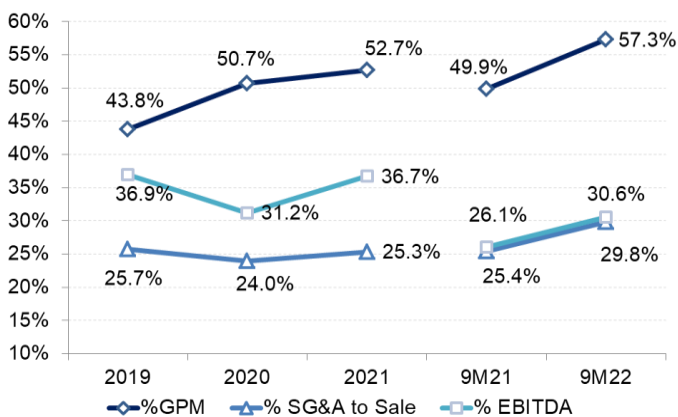
บริษัทมีกำไรสุทธิในปี 2021 เท่ากับ 163 ลบ. (+26.6% Y-Y) เติบโตเพิ่มขึ้นจาก 61 ลบ. ในปี 2019 คิดเป็นอัตราการเติบโตสูงถึง 63% CAGR แม้ไม่รวมรายการพิเศษในปี 2021 ซึ่งบริษัทได้รับค่าชดเชยความเสียหายจากการที่แพทย์ละเมิดสัญญา รวมมูลค่า 22.8 ลบ. จะมีกำไรปกติปี 2021 เท่ากับ 140 ลบ. (+8.9% Y-Y) ยังมีอัตรากำไรปกติอยู่ในระดับที่ดี 21.2% ใกล้เคียงปี 2020 ที่ 21%

Exhibit 23: โครงสร้างต้นทุนโรงพยาบาล

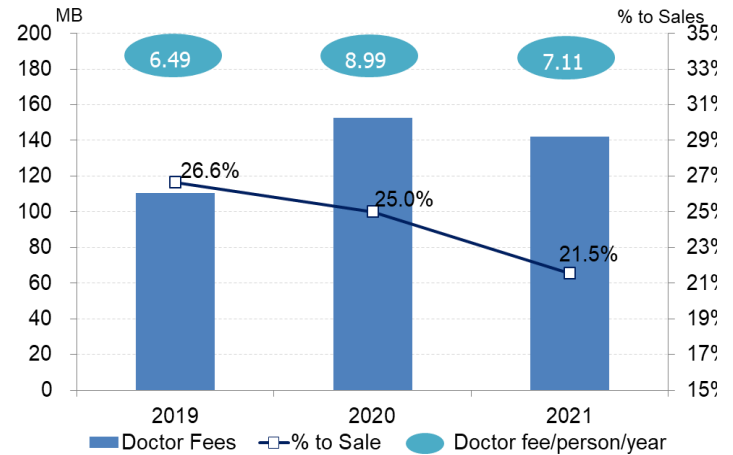
Sources: MASTER; FSSIA's compilation

Exhibit 25: สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขาย

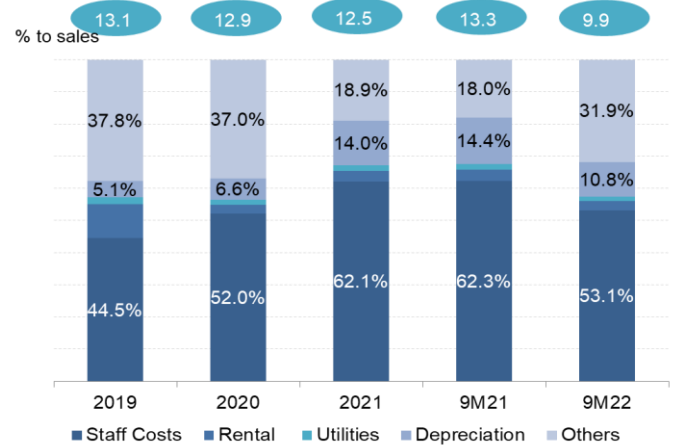
Sources: MASTER; FSSIA's compilation

Exhibit 27: อัตรากำไรขั้นต้น และ SG&A to Sales

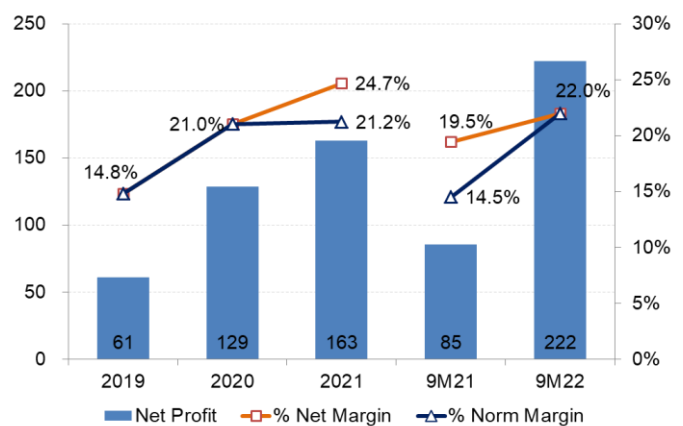
Sources: MASTER; FSSIA's compilation

Exhibit 24: ต้นทุนค่าธรรมเนียมแพทย์ และสัดส่วนต่อรายได้

Sources: MASTER; FSSIA's compilation

Exhibit 26: สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการบริหาร

Sources: MASTER; FSSIA's compilation

Exhibit 28: กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ

Sources: MASTER; FSSIA's compilation

กำไร 9M22 พื้นตัวแรง

บริษัทมีกำไรสุทธิ 9M22 เท่ากับ 222 ลบ. (+252.4% Y-Y) พื้นตัวสูงจากปีก่อนมาจาก 1. การฟื้นตัวของลูกค้าหลังโควิดคลี่คลาย ทำให้รายได้จากการประกอบกิจการโรงพยาบาลเติบโต 134% Y-Y ซึ่งเติบโตในทุกกลุ่มบริการนำโดย การทำศัลยกรรม +135.1% Y-Y ส่วนการดูแลผิวพรรณ +177.2% Y-Y, ปลูกผมและดูแลเส้นผม +542.9% Y-Y และการดูแลหลังศัลยกรรม +91.8% Y-Y 2. อัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นเป็น 58.4% จาก 56.2% ใน 2Q22 และ 46.1% ใน 3Q21 ส่วนหนึ่งมาจากการใช้เต็มกำลังการให้บริการของห้องผ่าตัดทั้ง 7 ห้องแล้ว กอปรกับการควบคุมเบิกจ่ายและเวชภัณฑ์ที่ดีขึ้นต่อเนื่อง ทำให้สัดส่วนต้นทุนยา เวชภัณฑ์ และวัสดุสิ้นเปลืองปรับตัวลดลง ขณะที่ SG&A to sale ปรับตัวสูงขึ้นเป็น 31.8% จาก 28.5% ใน 2Q22 และ 23.9% ใน 3Q21 โดยหลักมาจากค่าใช้จ่ายทางการตลาดสูงขึ้น จากการโฆษณาผ่านสื่อออนไลน์ และ Billboard ขนาดใหญ่ รวมถึงมีการเพิ่มจำนวนพนักงานฝ่ายขายและการตลาด ส่วนภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ 5.6 ลบ. เกิดจากหนี้สินตามสัญญาเช่า โดยบริษัทไม่มีภาระหนี้เงินกู้ยืมธนาคาร ทำให้อัตรากำไรสุทธิสูงขึ้นเป็น 21.9% จาก 19.5% ใน 9M21

Exhibit 29: 9M22 Earnings Result

	3Q22	2Q22	%Q-Q	3Q21	%Y-Y	9M22	9M21	% Y-Y
	(THB m)	(THB m)		(THB m)		(THB m)	(THB m)	
Sales revenue	401	372	7.8	137	192.7	1,011	432	134.0
Costs	167	163	2.5	74	125.7	432	216	100.0
Gross profit	234	209	11.9	63	271.4	580	216	168.5
Selling Expense	85	75	13.3	14	507.1	201	52	286.5
Admin Expense	42	31	35.5	19	121.1	100	58	72.4
SG&A costs	128	106	20.8	33	287.9	301	110	173.6
Interest Expense	2.2	1.7	29.4	1.7	29.4	5.6	5.2	7.7
Net profit	85	82	3.7	27	214.8	222	85	160.2
Gross margin (%)	58.4	56.2	2.2	46.1	12.3	57.3	49.9	7.4
SG&A as % of Sales (%)	31.8	28.5	3.3	23.9	7.9	29.8	25.4	4.4
Net margin (%)	21.2	22.1	-0.9	19.4	1.8	21.9	19.5	2.4

Source: MASTER

คาดการณ์กำไร 2022 จะเติบโตเด่น และคาด 3 ปีข้างหน้ากำไรโตเฉลี่ย CAGR 23%

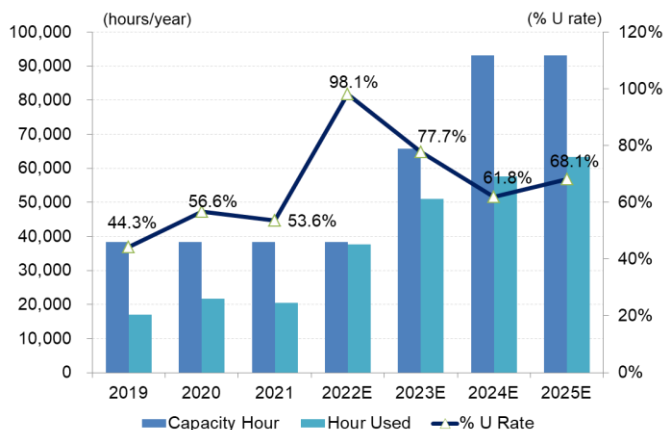
เรากำไรสุทธิปี 2022 จะเติบโตเร่งตัวขึ้น +92% Y-Y เป็น 313 ลบ. (โดยกำไร 9M22 คิดเป็นสัดส่วน 71% ของคาดการณ์ทั้งปี) และคาดการณ์กำไร 3 ปี 2023-25 โตเฉลี่ย 23% CAGR โดยมีสมมติฐานดังนี้

1. คาดห้องผ่าตัดเดิม 7 ห้องจะถูกใช้เต็มกำลังการให้บริการต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2022 และจากแผนที่อยู่ระหว่างขยายจำนวนห้องผ่าตัดเพิ่มอีก 10 ห้อง คาดจะแล้วเสร็จในกลางปี 2023 และจะทยอยรับรู้รายได้ตั้งแต่ ก.ค. เป็นต้นไป โดยคาดการณ์การใช้กำลังให้บริการห้องผ่าตัดใหม่ในปี 2023-24 อยู่ที่ 35.5% และ 46.1%
2. คาดรายได้รวมในปี 2022 จะโตแรง 114.2% Y-Y และคาดโตต่อเนื่องในปี 2023-24 ราว 30.3% Y-Y และ 20.3% Y-Y ตามลำดับ
3. ด้วยสมมติฐานอัตราค่าบริการที่ปรับสูงขึ้น และคาดหวัง Operating Leverage จากจำนวนเคสลูกค้าที่มากขึ้น ขณะที่คาดสัดส่วนต้นทุนแพทย์และบุคลากรทางแพทย์จะทรงตัวอยู่ที่ราว 21%-22% ของรายได้ และ 4.7% ของรายได้รวมตามลำดับ จึงคาดการณ์กำไรขั้นต้นในปี 2022-24 จะขยับขึ้นเป็น 57.6% / 58.6% / 59.1% ตามลำดับ
4. สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้รวมในปี 2022-24 จะทยอยปรับลดลง ตามรายได้ที่เติบโตมากกว่าทำให้เกิดประโยชน์จาก Operating Leverage

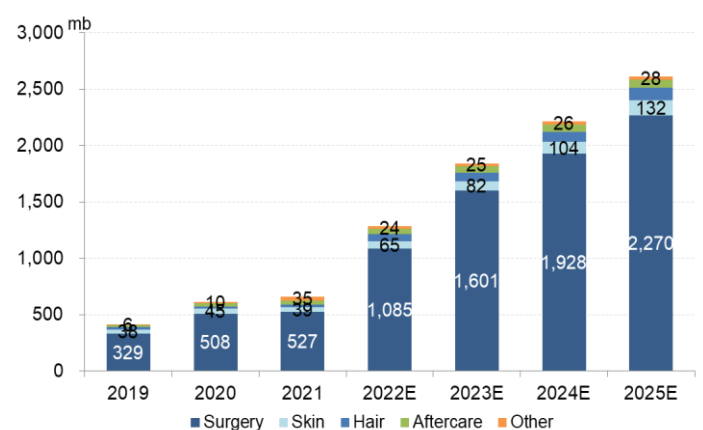
Exhibit 30: สมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน MASTER

Assumptions	Forecast			% Growth		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Existing OR Rooms (no.)	7	7	7	0.0	0.0	0.0
Capacity Hours (hours)	38,325	38,325	38,325	0.0	0.0	0.0
Hour Used (hours)	37,610	38,125	38,125	83.2	1.4	0.0
% Utilisation Rate (%)	98.1	99.5	99.5	44.6	1.3	0.0
New OR Rooms (no.)	10	10	10	--	0.0	0.0
Capacity Hours (hours)	27,375	54,750	54,750	--	100.0	0.0
Hour Used (hours)	12,950	19,425	25,523	50.0	30.0	20.0
% Utilisation Rate (%)	47.3	35.5	46.1	--	(11.8)	10.6
Revenue from Surgery (THB m)	1,085	1,601	1,928	105.9	47.6	20.4
Revenue from Skin (THB m)	65	82	104	67.0	26.5	26.5
Revenue from Hair Treatment (THB m)	62	75	91	166.8	20.8	20.8
Revenue from Aftercare (THB m)	47	57	66	32.2	20.8	15.5
Total Revenue (THB m)	1,283	1,841	2,215	94.6	43.5	20.3
% Gross Margin (%)	57.6	58.6	59.1	4.8	1.0	0.6
SG&A Expense (THB m)	422	536	631	152.4	27.0	17.8
% SG&A to Sale (%)	29.9	29.1	28.5	4.5	(0.8)	(0.6)
Net Profit (THB m)	313	432	542	92.0	38.2	25.5
% Net Margin (%)	22.1	23.5	24.5	(2.5)	1.3	1.0

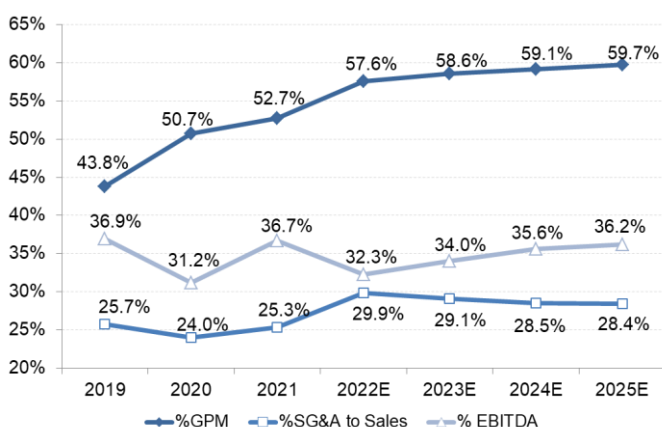
Source: FSSIA estimates

Exhibit 31: คาดการณ์จำนวนชั่วโมงการให้บริการ

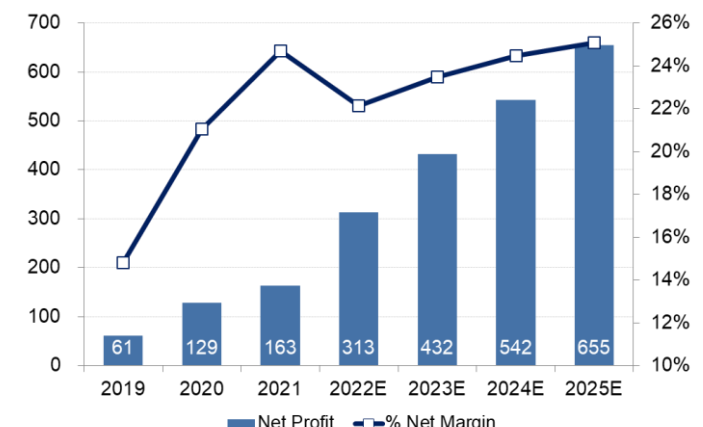
Sources: MASTER; FSSIA estimates

Exhibit 32: คาดการณ์รายได้รวม

Sources: MASTER; FSSIA estimates

Exhibit 33: คาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นและ SG&A to Sales

Sources: MASTER; FSSIA estimates

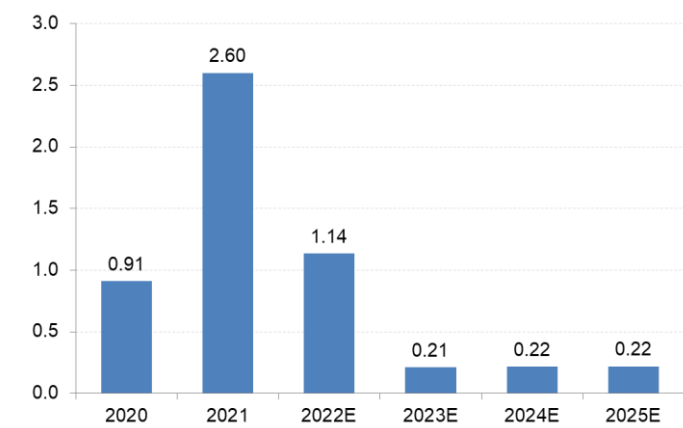
Exhibit 34: คาดการณ์กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ

Sources: MASTER; FSSIA estimates

ฐานะทางการเงินและสภาพคล่องจะยิ่งแข็งแกร่งขึ้นหลัง IPO

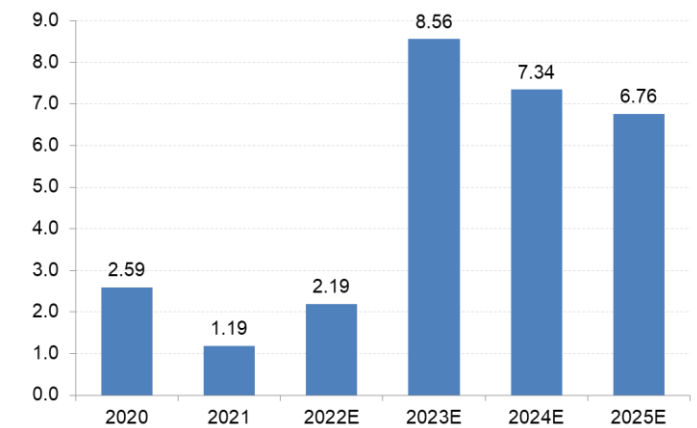
คาดบริษัทมี D/E Ratio สิ้นปี 2022 เท่ากับ 1.14 เท่า ลดลงจาก 2.6 เท่าในปี 2021 ส่วนหนึ่งมาจากปี 2021 มีรายการเงินปันผลค้างจ่าย 151.5 ลบ. ซึ่งมีการจ่ายออกในปี 2022 โดยหนี้สินส่วนใหญ่มาจากหนี้สินตามสัญญาเช่า คิดเป็นสัดส่วน 53% ของหนี้สินทั้งหมด ขณะที่ไม่มีหนี้เงินกู้ยืมธนาคาร ทำให้ Interest Bearing D/E Ratio มีสถานะเป็น Net Cash ส่วน Current Ratio สิ้นปี 2022 คาดอยู่ที่ 2.19 เท่า แต่ภายหลัง IPO แล้วเสร็จ คาด Current Ratio สิ้นปี 2023 จะปรับขึ้นเป็น 8.56 เท่า และด้วยฐานทุนที่สูงขึ้น คาดทำให้ D/E Ratio สิ้นปี 2023 ลดลงต่ำกว่าระดับ 1 เท่า เป็น 0.21 และคาด ROE จะปรับลดลงมาอยู่ที่ 15.6% แต่ยังคงสูงเป็นระดับสองหลักและคาดว่าจะทยอยปรับตัวสูงขึ้นจนเกินระดับ 20.9% อีกครั้งในปี 2025 โดยรวมจะเห็นว่าฐานะทางการเงินและสภาพคล่องจะแข็งแกร่งมากขึ้นหลัง IPO

Exhibit 35: DE Ratio



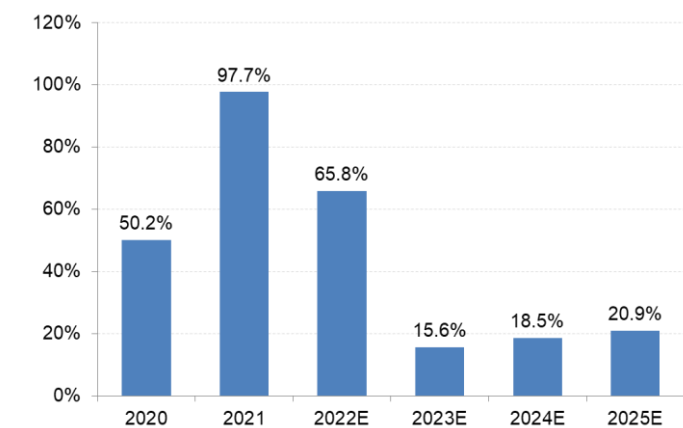
Sources: MASTER; FSSIA estimates

Exhibit 36: Current Ratio (x)



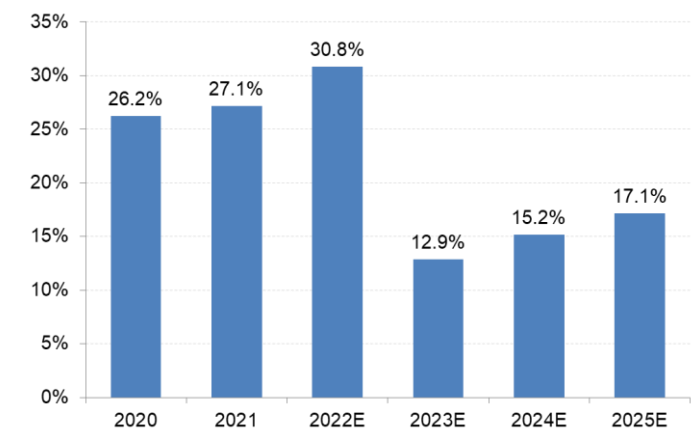
Sources: MASTER; FSSIA estimates

Exhibit 37: อัตราผลตอบแทน ROE (%)



Sources: MASTER; FSSIA estimates

Exhibit 38: อัตราผลตอบแทน ROA (%)



Sources: MASTER; FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2023 เท่ากับ 65 บาท (DCF)

เราประเมินมูลค่าเหมาะสม MASTER ปี 2023 เท่ากับ 65 บาท อิงวิธี DCF เนื่องจากมีความเหมาะสมกับการประเมินธุรกิจโรงพยาบาลศัลยกรรมด้านความงาม และมีแผนขยายจำนวนเตียงอย่างชัดเจน โดยนำ FCFF มาคิดลดด้วย WACC 8.5% , Beta 0.92 (ใกล้เคียง Beta ของตลาด MAI), Risk Premium 8.3%, Terminal Growth 3% และที่ราคาเป้าหมาย 65 บาท Implied PE และ EV/EBITDA ที่ 36 เท่า และ 22.1 เท่า ตามลำดับ

Exhibit 39: MASTER - DCF Valuation Table

(THB m)		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT		546	683	823	949	1,072	1,189	1,317
FCFF		204	450	622	737	919	967	1,085
Risk Premium	8.3							
Beta	0.92							
WACC (%)	8.5							
Terminal Growth (%)	3.0							
Terminal Value	18,115							
NPV (value of the firm)	13,896							
Equity Value	15,651							
No. of shares	240							
Share Price (THB/share)	65.2							

Source: FSSIA estimates

MASTER ถือเป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลเกี่ยวกับการให้บริการด้านศัลยกรรมบริษัทแรกในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ไม่มี Peers ที่สามารถเทียบกันได้อย่างชัดเจน ทั้งนี้เรามอง KLINIQ ซึ่งเป็นธุรกิจคลินิกเสริมความงามมีความใกล้เคียงมากที่สุด เพราะ MASTER มีการบริการด้านดูแลผิวพรรณและเลเซอร์ ขณะที่ KLINIQ เพิ่งเปิดให้บริการศูนย์ศัลยกรรมแห่งแรกขนาด 4 เตียง ซึ่ง Target PE ของ MASTER ที่ 36 เท่า ใกล้เคียงกับ KLINIQ ที่ราคาหุ้นปัจจุบัน (อิงราคาปิด 16 ธ.ค. 22) เทრตที่ PE2023 รว 35.8 เท่า นอกจากนี้หากอิงกับกลุ่มโรงพยาบาลที่อาจใกล้เคียงในแง่ฐานลูกค้าที่อาจเป็นกลุ่มเดียวกัน โดยเฉพาะลูกค้าแผนกผิวหนังเพื่อความงามของโรงพยาบาลเอกชน ปัจจุบันกลุ่มโรงพยาบาล (BDMS, BH, THG, BCH, PR9) เทรตบн PE2023-24 เฉลี่ยที่ 36.5 เท่า และ 33.3 เท่า ตามลำดับ ถือว่ามีความเหมาะสม

Exhibit 40: Peers Comparison (as of Dec 18, 2022)

	Market cap	%GM	% NM	--- NPAT growth ---		----- ROE -----		----- PER -----		---- EV/EBITDA ----	
		23E	23E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
	(THB m)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
BDMS	444,976	35.7	13.3	7.9	9.6	13.9	14.4	35.3	32.2	20.0	18.5
BH	170,106	45.0	22.2	10.9	8.5	24.2	23.8	35.4	32.3	23.8	22.1
THG	54,873	27.7	9.1	(38.2)	10.3	8.5	9.0	62.7	56.4	29.3	27.8
BCH	49,376	33.2	14.9	(52.7)	3.9	12.9	13.3	26.1	23.4	14.6	13.6
PR9	13,210	32.7	13.4	6.2	7.2	11.4	11.8	22.9	22.3	12.1	11.5
Average	--	34.9	14.6	(4.6)	9.5	14.2	14.5	36.5	33.3	20.0	18.7
KLINIQ	8,690	55.2	11.4	24.6	27.6	15.9	18.7	35.8	28.0	18.4	14.9

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรงในอุตสาหกรรม

ธุรกิจทางการแพทย์ที่เกี่ยวข้องกับความงามมีการแข่งขันที่สูงจากทั้ง โรงพยาบาลศัลยกรรม สถาบันเสริมความงาม โรงพยาบาลเอกชน และผู้ประกอบการรายใหม่ที่เข้าสู่ตลาดมากขึ้น เนื่องจากการทำศัลยกรรมความงามเป็นสิ่งเปิดกว้างในสังคมไทยมากขึ้น และพฤติกรรมผู้บริโภคให้ความสำคัญกับการดูแลผิวพรรณ รูปร่างหน้าตา รวมถึงต้องการเห็นผลลัพธ์ในทิศทางที่ดีขึ้นอย่างรวดเร็ว ทำให้แนวโน้มมูลค่าตลาดของธุรกิจเสริมความงามยังเติบโตต่อเนื่อง และด้วยจำนวนผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมมากขึ้น ส่งผลให้เกิดการแข่งขันทั้งทางด้านราคา การทำโปรโมชั่น รวมถึงการนำเสนอเทคโนโลยีใหม่ และการให้บริการที่ดี

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมผู้บริโภค

เนื่องจากเทรนด์ของศัลยกรรมความงามมีการปรับเปลี่ยนตามเทรนด์ของโลก ไม่ว่าจะเป็นความชื่นชอบลักษณะใบหน้าและรูปร่างของดารา นักร้อง ผู้มีชื่อเสียงแบบตะวันตกหรือเอเชีย ทำให้ทีมแพทย์จำเป็นต้องตามเทรนด์และเรียนรู้การใช้เทคนิคทางการแพทย์เพิ่มเติมในการทำการผ่าตัดศัลยกรรมความงาม ปลูกผม ปรับรูปร่างและสัดส่วน ดังนั้นหากบริษัทไม่สามารถตามเทรนด์ของศัลยกรรมความงามได้ทัน อาจทำให้สูญเสียลูกค้าให้กับคู่แข่งได้ หรืออาจไม่สามารถดึงดูดลูกค้ารายใหม่ให้เพิ่มขึ้นได้

ความเสี่ยงจากคดีฟ้องร้อง

บริษัทอยู่ในธุรกิจการให้บริการศัลยกรรมความงาม ซึ่งมีความเสี่ยงจากคดีฟ้องร้องทั้งในรูปแบบ 1. ถูกลูกค้าฟ้องร้อง - เนื่องจากลูกค้าแต่ละรายมีสภาพร่างกายและความคาดหวังต่อผลลัพธ์ที่แตกต่างกัน ซึ่งหากผลลัพธ์ของหัตถการไม่เป็นไปตามที่ลูกค้าคาดหวัง และไม่สามารถสร้างความพึงพอใจให้ลูกค้าได้ อาจนำไปสู่การถูกวิพากษ์วิจารณ์ในสื่อโซเชียล หรือถูกฟ้องร้องการดำเนินคดีทางกฎหมาย ซึ่งอาจกระทบต่อชื่อเสียงและผลการดำเนินงานของบริษัทได้ และ 2. เกิดคดีฟ้องร้องกับแพทย์หรือบุคลากรทางการแพทย์ ปัจจุบันบริษัทมีคดีฟ้องร้องที่ยังไม่เป็นที่สิ้นสุดดังนี้

คดีที่ 1 - เดือน ก.ค. 2021 แพทย์รายที่ 1 ได้ฟ้องบริษัท, กรรมการ 3 ท่าน และแอดมินเพจของโรงพยาบาล โดยอ้างว่าบริษัทและบุคคลดังกล่าวร่วมกันหมิ่นประมาทด้วยการลงในสื่อสังคมออนไลน์ โดยมีมูลฟ้อง 15 ลบ. และยังฟ้องบริษัทและกรรมการ โดยอ้างว่าบริษัทผิดสัญญาและจัดทำสัญญาที่ไม่เป็นธรรม มูลฟ้อง 9.5 ลบ. รวมเป็น 24.5 ลบ. ซึ่งสถานะปัจจุบันของคดียังอยู่ระหว่างศาลได้นัดสืบพยานในวันที่ 28-30 พ.ย. 2023

คดีที่ 2 - เดือน มี.ค. 2022 แพทย์รายที่ 2 ได้ฟ้องบริษัทและกรรมการ 1 ท่าน โดยอ้างว่าบริษัทยกเลิกสัญญาการใช้โรงพยาบาลเพื่อประกอบโรคศิลป์อย่างไม่เป็นธรรม มีมูลฟ้อง 53.3 ลบ. บริษัทมีความเสี่ยงในกรณีที่ไม่ประสบความสำเร็จในการยุติหรือต่อสู้คดี อาจต้องชดเชยค่าเสียหายและบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายจำนวนสูงสุดไม่เกิน 53.3 ลบ. ถัดมาในเดือน ส.ค. 2022 บริษัทได้ฟ้องแย้งแพทย์รายที่ 2 ว่า ผิดสัญญากับบริษัท โดยรู้เห็นกับการทุจริตของพยาบาล ซึ่งเป็นเหตุที่บริษัทบอกเลิกสัญญา และเรียกค่าเสียหาย 17.01 ลบ. ปัจจุบันอยู่ระหว่างศาลนัดสืบพยาน

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์

การให้บริการศัลยกรรมความงามจำเป็นต้องอาศัยแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์ที่มีคุณภาพและมีความเชี่ยวชาญเฉพาะทาง ซึ่งปัจจุบันการผลิตแพทย์ ยังไม่เพียงพอเพื่อรองรับความต้องการของลูกค้าจากทั้งในและจากต่างประเทศที่เข้ามาทำศัลยกรรมในไทยมากขึ้น ขณะที่ยังมีผู้ประกอบการรายใหม่ต้องการเข้าสู่ธุรกิจอย่างต่อเนื่อง อีกทั้งผู้ประกอบการเดิมก็มีแผนขยายธุรกิจ ทำให้มีความต้องการแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์มากขึ้น อีกทั้งบุคลากรดังกล่าวจะต้องใช้ระยะเวลาในการพัฒนาความรู้ความสามารถ ซึ่งหากบริษัทไม่สามารถจัดหาแพทย์หรือบุคลากรทางการแพทย์ที่มีความเชี่ยวชาญทันเวลา อาจมีความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์ และส่งผลกระทบต่อโอกาสทางธุรกิจในอนาคตได้

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานหรือกฎระเบียบต่าง ๆ

บริษัทประกอบธุรกิจภายใต้การควบคุมดูแลของกระทรวงสาธารณสุขและหน่วยงานต่างๆที่เกี่ยวข้อง โดยต้องมีใบอนุญาตให้ประกอบกิจการสถานพยาบาล และใบอนุญาตให้ดำเนินการสถานพยาบาล รวมถึงใบอนุญาตอื่นๆที่เกี่ยวข้อง ซึ่งใบอนุญาตต่างๆมีกำหนดระยะเวลาที่ต้องต่ออายุเป็นระยะๆ และอาจมีการแก้ไขกฎหมาย หรือกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับใบอนุญาตดังกล่าวที่อาจทำให้บริษัทต้องดำเนินการใดๆเพิ่มเติม จึงอาจทำให้บริษัทเผชิญความเสี่ยง หากไม่สามารถได้รับการต่ออายุหรือมีความล่าช้าในการต่ออายุ รวมถึงไม่รับรองว่าบริษัทจะสามารถปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่อาจออกมาใหม่ได้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบทางลบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้

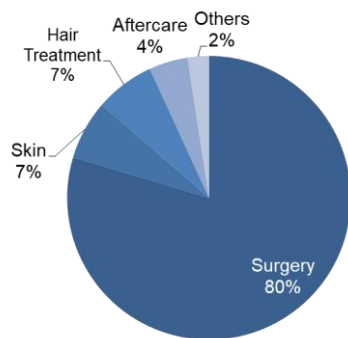
Appendix

Company Overview

MASTER เป็นผู้ประกอบการกิจการสถานพยาบาลด้านศัลยกรรมความงามครบวงจรภายใต้ชื่อ โรงพยาบาลมาสเตอร์พีซ โดยมีทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญเฉพาะทางที่มีประสบการณ์และเป็นที่ยอมรับในวงการด้านศัลยกรรม เช่น ศัลยกรรมเสริมจมูก ศัลยกรรมยกคิ้วและกรอหน้า ศัลยกรรมหน้าอก ศัลยกรรมดูดไขมันปรับรูปร่าง ศัลยกรรมตา รวมถึง การปลูกผม ดูแลเส้นผม และให้บริการดูแลผิวพรรณและเลเซอร์ โดยสามารถแบ่งลักษณะการให้บริการออกเป็น 4 ประเภท

1. บริการด้านศัลยกรรม (Surgery)
2. บริการปลูกผมและดูแลเส้นผม (Hair Transplants, Hair Treatment)
3. บริการดูแลผิวพรรณ (Skin)
4. ขายผลิตภัณฑ์หรือให้บริการหลังศัลยกรรม (Aftercare)

สัดส่วนรายได้แบ่งตามประเภทบริการงวด 9M22



ตัวอย่างโรงพยาบาลมาสเตอร์พีซ



Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ MASTER ด้วยวิธี DCF เนื่องจากมีความเหมาะสมกับการประเมินธุรกิจโรงพยาบาลศัลยกรรมด้านความงาม และมีแผนขยายจำนวนเตียงชัดเจน โดยนำ FCFF มาคิดลดด้วย WACC 8.5% , Beta 0.92 (ใกล้เคียง Beta ของตลาด MAI), Risk Premium 8.3%, Terminal Growth 3% ได้ราคาเป้าหมายปี 2023 เท่ากับ 65 บาท Implied PE และ EV/EBITDA ที่ 36 เท่า และ 22.1 เท่า ตามลำดับ

ESG

เมื่อ 14 มิ.ย. 2022 บริษัทได้อนุมัตินโยบายการพัฒนาอย่างยั่งยืน ESG ครอบคลุมเนื้อหา 6 ด้าน ประกอบด้วย 1. การประกอบกิจการด้วยความเป็นธรรม 2. การเคารพสิทธิมนุษยชน 3. การปฏิบัติต่อแรงงานพนักงาน อย่างเป็นธรรม 4. ความรับผิดชอบต่อลูกค้า 5. การบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อม และ 6. การพัฒนาสังคมหรือชุมชน

Environment

- บริษัทตั้งเป้าหมายลดผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อมผ่านโครงการต่างๆ ที่จัดทำขึ้น เช่น จัดทำรายงานการปล่อยก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการขยะ ยาและเวชภัณฑ์อันตรายอย่างถูกต้อง
- ธุรกิจโรงพยาบาลศัลยกรรมมีอัตราการใช้พลังงานไฟฟ้าที่ค่อนข้างสูง เพราะต้องจ่ายไฟให้อุปกรณ์ทางการแพทย์ และอุปกรณ์อำนวยความสะดวกภายในโรงพยาบาลตลอดเวลา บริษัทจึงเน้นให้พนักงานและผู้บริหารทุกคนได้ตระหนักถึงการอนุรักษ์พลังงาน เช่น ช่วยกันประหยัดไฟ, เลือกใช้เครื่องปรับอากาศขนาดเหมาะสมกับห้องและอาคาร, บำรุงรักษาเครื่องใช้ไฟฟ้าให้มีสภาพดีตลอดเวลา
- มีการกำหนดแนวปฏิบัติการใช้น้ำภายในองค์กร เช่น มีการติดตั้งระบบบำบัดน้ำเสีย สามารถบำบัดได้ 18 ล้านลิตร และมีการดำเนินการกำจัดขยะติดเชื้อ ยาหรือเวชภัณฑ์ประเภทสารเสพติดที่หมดอายุแล้วอย่างเป็นระบบและถูกต้อง 100%

Social

- บริษัทมีระบบการบริหารจัดการที่มีคุณภาพในการให้บริการแก่ลูกค้า ตั้งแต่การให้ข้อมูลที่ถูกต้องและทันสมัย ตลอดจนรับฟังความคิดเห็นจากลูกค้าอย่างสม่ำเสมอ และแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นอย่างทันทั่วทั้ง นอกจากนี้ยังมีนโยบายการกำหนดราคาการให้บริการอย่างเป็นธรรม รวมถึงมีจรรยาบรรณในการรักษาความลับของลูกค้าอย่างเคร่งครัด โดยในเดือน ก.ย. 2022 บริษัทได้รับความพึงพอใจจากลูกค้าระดับดีเยี่ยม และมีข้อร้องเรียนจากลูกค้า 10 กรณี ซึ่งได้ดำเนินการจัดการข้อร้องเรียนดังกล่าวแล้ว
- บริษัทปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเป็นธรรม และเคารพสิทธิมนุษยชน รวมถึงมีการประเมินความพึงพอใจของพนักงาน มีการจัดสวัสดิการด้านแรงงานตามที่กฎหมายกำหนด และยังส่งเสริมให้พนักงานเข้ารับการฝึกอบรมเพื่อให้มีความรู้ความสามารถเพิ่มขึ้น

Governance

- บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการอย่างโปร่งใส ภายใต้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และปฏิบัติตามจรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ รวมถึงปฏิบัติตามกฎหมาย และปราศจากการทุจริตคอร์รัปชัน บริษัทได้จัดทำนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยยึดหลักปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2017 ซึ่งจัดทำโดย กสท.
- คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยกรรมการ 8 ท่าน โดยมีกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 3 ท่าน และกรรมการอิสระ 5 ท่าน มากกว่ากึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด เพื่อให้เกิดการถ่วงดุลในการพิจารณาและออกเสียงในเรื่องต่างๆ อย่างเหมาะสม

Financial Statements

Master Style

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	611	660	1,412	1,841	2,215
Cost of goods sold	(278)	(281)	(543)	(682)	(799)
Gross profit	333	379	869	1,159	1,416
Other operating income	4	30	8	4	4
Operating costs	(147)	(167)	(422)	(536)	(631)
Operating EBITDA	191	242	456	627	789
Depreciation	(23)	(31)	(56)	(81)	(106)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	168	211	400	546	683
Net financing costs	(5)	(7)	(9)	(6)	(5)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	162	204	391	540	678
Tax	(34)	(42)	(78)	(108)	(136)
Profit after tax	129	163	313	432	542
Minority interests	-	-	-	-	-
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	129	163	313	432	542
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	129	163	313	432	542
Per share (THB)					
Recurring EPS *	1.27	1.61	1.65	1.80	2.26
Reported EPS	1.27	1.61	1.65	1.80	2.26
DPS	0.00	0.36	1.10	1.26	1.58
Diluted shares (used to calculate per share data)	101	101	190	240	240
Growth					
Revenue (%)	47.6	7.9	114.2	30.3	20.3
Operating EBITDA (%)	24.7	27.0	88.1	37.6	25.9
Operating EBIT (%)	113.6	26.1	89.2	36.6	25.1
Recurring EPS (%)	(97.9)	26.5	2.2	9.4	25.5
Reported EPS (%)	(97.9)	26.5	2.2	9.4	25.5
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	50.7	52.7	57.6	58.6	59.1
Gross margin of key business (%)	50.7	52.7	57.6	58.6	59.1
Operating EBITDA margin (%)	31.2	36.7	32.3	34.0	35.6
Operating EBIT margin (%)	27.4	32.0	28.3	29.7	30.8
Net margin (%)	21.0	24.7	22.1	23.5	24.5
Effective tax rate (%)	20.7	20.4	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	-	22.1	66.9	70.0	70.0
Interest cover (X)	31.6	30.5	46.3	94.9	128.4
Inventory days	24.8	30.1	25.4	30.0	31.3
Debtor days	1.5	1.2	0.9	0.9	0.9
Creditor days	78.0	40.9	30.0	30.0	31.3
Operating ROIC (%)	138.2	103.9	117.5	80.3	77.9
ROIC (%)	125.0	93.1	104.3	73.7	72.1
ROE (%)	83.6	76.9	97.4	26.7	19.0
ROA (%)	37.3	30.9	39.6	20.0	15.8

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
-----------------------------	------	------	-------	-------	-------

Sources: Master Style; FSSIA estimates

Financial Statements

Master Style

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Recurring net profit	129	163	313	432	542
Depreciation	23	31	56	81	106
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	44	46	0	0	0
Change in working capital	(24)	(21)	(80)	50	44
Cash flow from operations	172	218	288	563	692
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(62)	(99)	(313)	(365)	(247)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
Cash flow from investing	(62)	(99)	(313)	(365)	(247)
Dividends paid	0	(101)	(203)	(291)	(380)
Equity finance	69	0	198	2,150	0
Debt finance	123	13	152	(15)	(15)
Other financing cash flows	(210)	(21)	3	2	2
Cash flow from financing	(18)	(109)	150	1,846	(393)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	92	10	125	2,044	52
Free cash flow to firm (FCFF)	115.53	126.23	(15.92)	203.83	450.18
Free cash flow to equity (FCFE)	22.60	111.23	130.12	185.22	431.74
Per share (THB)					
FCFF per share	0.48	0.53	(0.07)	0.85	1.88
FCFE per share	0.09	0.46	0.54	0.77	1.80
Recurring cash flow per share	1.94	2.37	1.94	2.14	2.70
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Tangible fixed assets (gross)	269	288	486	660	809
Less: Accumulated depreciation	(37)	(55)	(59)	(63)	(68)
Tangible fixed assets (net)	233	233	428	597	741
Intangible fixed assets (net)	4	8	8	8	8
Long-term financial assets	0	8	8	8	8
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	171	182	307	2,351	2,403
A/C receivable	1	3	4	5	6
Inventories	20	26	49	63	74
Other current assets	52	131	184	295	288
Current assets	245	342	544	2,713	2,771
Other assets	9	9	28	37	44
Total assets	490	600	1,015	3,362	3,572
Common equity	256	167	475	2,766	2,928
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	256	167	475	2,766	2,928
Long term debt	134	141	285	270	255
Other long-term liabilities	5	5	7	9	11
Long-term liabilities	139	145	292	279	266
A/C payable	62	98	162	210	252
Short term debt	1	7	15	15	15
Other current liabilities	31	182	71	92	111
Current liabilities	94	288	248	317	377
Total liabilities and shareholders' equity	490	600	1,015	3,362	3,572
Net working capital	(20)	(121)	4	60	6
Invested capital	225	138	475	709	807
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	2.54	1.65	2.50	11.52	12.20
Tangible book value per share	2.50	1.57	2.46	11.49	12.17
Financial strength					
Net debt/equity (%)	(14.2)	(20.2)	(1.4)	(74.7)	(72.8)
Net debt/total assets (%)	(7.4)	(5.6)	(0.7)	(61.4)	(59.7)
Current ratio (x)	2.6	1.2	2.2	8.6	7.3
CF interest cover (x)	17.0	31.4	52.3	96.7	128.6
Valuation	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Recurring P/E (x) *	36.1	28.6	28.0	25.6	20.4
Recurring P/E @ target price (x) *	51.1	40.4	39.5	36.1	28.8
Reported P/E (x)	36.1	28.6	28.0	25.6	20.4
Dividend yield (%)	-	0.8	2.4	2.7	3.4
Price/book (x)	18.1	27.9	18.4	4.0	3.8
Price/tangible book (x)	18.4	29.3	18.7	4.0	3.8
EV/EBITDA (x) **	24.2	19.0	19.2	14.3	11.3
EV/EBITDA @ target price (x) **	34.2	27.0	27.1	21.6	17.1
EV/invested capital (x)	20.5	33.5	18.4	12.7	11.0
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: Master Style; FSSIA estimates

Corporate Governance report of Thai listed companies 2021

EXCELLENT LEVEL – Score range 90-100										
AAV	BCPG	CPALL	GCAP	K	MSC	PLANET	SAMART	SPI	THRE	TVD
ADVANC	BDM5	CPF	GFPT	KBANK	MST	PLAT	SAMTEL	SPRC	THREL	TVI
AF	BEM	CPI	GGC	KCE	MTC	PORT	SAT	SPVI	TIPCO	TVO
AH	BGC	CPN	GLAND	KKP	MVP	PPS	SC	SSSC	TISCO	TWPC
AIRA	BGRIM	CRC	GLOBAL	KSL	NCL	PR9	SCB	SST	TK	U
AKP	BIZ	CSS	GPI	KTB	NEP	PREB	SCC	STA	TKT	UAC
AKR	BKI	DDD	GPSC	KTC	NER	PRG	SCCC	STEC	TMT	UBIS
ALT	BOL	DELTA	GRAMMY	LALIN	NKI	PRM	SCG	STI	TNDT	UV
AMA	BPP	DEMCO	GULF	LANNA	NOBLE	PROUD	SCGP	SUN	TNITY	VGI
AMATA	BRR	DRT	GUNKUL	LH	NSI	PSH	SCM	SUSCO	TOA	VIH
AMATAV	BTS	DTAC	HANA	LHFG	NVD	PSL	SDC	SUTHA	TOP	WACOAL
ANAN	BTW	DUSIT	HARN	LIT	NWR	PTG	SEAFECO	SVI	TPBI	WAVE
AOT	BWG	EA	HMPRO	LPN	NYT	PTT	SEAOL	SYMC	TQM	WHA
AP	CENTEL	EASTW	ICC	MACO	OISHI	PTTEP	SE-ED	SYNTEC	TRC	WHAUP
ARIP	CFRESH	ECF	ICHI	MAJOR	OR	PTTGC	SELIC	TACC	TRU	WICE
ARROW	CHEWA	ECL	III	MAKRO	ORI	PYLON	SENA	TASCO	TRUE	WINNER
ASP	CHO	EE	ILINK	MALEE	OSP	Q-CON	SHR	TCAP	TSC	ZEN
AUCT	CIMBT	EGCO	ILM	MBK	OTO	QH	SIRI	TEAMG	TSR	
AWC	CK	EPG	INTUCH	MC	PAP	QTC	SIS	TFMAMA	TSTE	
AYUD	CKP	ETC	IP	MCOT	PCSGH	RATCH	SITHAI	TGH	TSTH	
BAFS	CM	FPI	IRPC	METCO	PDG	RS	SMK	THANA	TTA	
BANPU	CNT	FPT	ITEL	MFEC	PDJ	S	SMPC	THANI	TTB	
BAY	COM7	FSMART	IVL	MINT	PG	S & J	SNC	THCOM	TTCL	
BBL	COMAN	GBX	JSP	MONO	PHOL	SAAM	SONIC	THG	TTW	
BCP	COTTO	GC	JWD	MOONG	PLANB	SABINA	SPALI	THIP	TU	
VERY GOOD LEVEL – Score range 80-89										
2S	ASIMAR	CHOW	FLOYD	IT	LOXLEY	OCC	RPC	SKY	TCC	TVT
7UP	ASK	CI	FN	ITD	LRH	OGC	RT	SLP	TCMC	TWP
ABICO	ASN	CIG	FNS	J	LST	PATO	RWI	SMIT	TEAM	UEC
ABM	ATP30	CMC	FORTH	JAS	M	PB	S11	SMT	TFG	UMI
ACE	B	COLOR	FSS	JCK	MATCH	PICO	SA	SNP	TFI	UOBKH
ACG	BA	CPL	FTE	JCKH	MBAX	PIMO	SAK	SO	TIGER	UP
ADB	BAM	CPW	FVC	JMART	MEGA	PJW	SALEE	SORKON	TITLE	UPF
AEONTS	BC	CRD	GEL	JMT	META	PL	SAMCO	SPA	TKN	UPOIC
AGE	BCH	CSC	GENCO	KBS	MFC	PM	SANKO	SPC	TKS	UTP
AHC	BEC	CSP	GJS	KCAR	MGT	PMTA	SAPPE	SPCG	TM	VCOM
AIT	BEYOND	CWT	GYT	KEX	MICRO	PPP	SAWAD	SR	TMC	VL
ALL	BFIT	DCC	HEMP	KGI	MILL	PPPM	SCI	SRICHA	TMD	VPO
ALLA	BJC	DCON	HPT	KIAT	MTSIB	PRIME	SCN	SSC	TMI	VRANDA
ALUCON	BJCHI	DHOUSE	HTC	KISS	MK	PRIN	SCP	SSF	TMILL	WGE
AMANAH	BLA	DOD	HYDRO	KOOL	MODERN	PRINC	SE	STANLY	TNL	WIJK
AMARIN	BR	DOHOME	ICN	KTIS	MTI	PSG	SFLEX	STGT	TNP	WP
APCO	BROOK	DV8	IFS	KUMWEL	NBC	PSTC	SFP	STOWER	TOG	XO
APCS	CBG	EASON	IMH	KUN	NCAP	PT	SFT	STPI	TPA	XPG
APURE	CEN	EFORL	IND	KWC	NCH	QLT	SGF	SUC	TPAC	YUASA
AQUA	CGH	ERW	INET	KWM	NETBAY	RBF	SIAM	SWC	TPCS	
ASAP	CHARAN	ESSO	INSET	L&E	CHAX	RCL	SINGER	SYNEX	TPS	
ASEFA	CHAYO	ESTAR	INSURE	LDC	NINE	RICHY	SKE	TAE	TRITN	
ASIA	CHG	ETE	IRC	LEO	NRF	RML	SKN	TAKUNI	TRT	
ASIAN	CHOTI	FE	IRCP	LHK	NTV	ROJNA	SKR	TBSP	TSE	
GOOD LEVEL – Score range 70-79										
A	BGT	CITY	GIFT	JTS	MDX	PK	SGP	SUPER	TQR	YGG
AI	BH	CMAN	GLOCON	JUBILE	MJD	PLE	SICT	SVOA	TTI	ZIGA
AIE	BIG	CMO	GREEN	KASET	MORE	PPM	SIMAT	TC	TYCN	
AJ	BLAND	CMR	GSC	KCM	MUD	PRAKIT	SISB	TCCC	UKEM	
ALPHAX	BM	CPT	GTB	KK	NC	PRAPAT	SK	THMUI	UMS	
AMC	BROCK	CRANE	HTECH	KKC	NDR	PRECHA	SMART	TNH	UNIQ	
APP	BSBM	CSR	HUMAN	KWI	NFC	PTL	SOLAR	TNR	UPA	
AQ	BSM	D	IHL	KYE	NNCL	RJH	SPACK	TOPP	UREKA	
ARIN	BTNC	EKH	IIG	LEE	NOVA	RP	SPG	TPCH	VIBHA	
AS	BYD	EMC	INGRS	LPH	NPK	RPH	SQ	TPIPL	W	
AU	CAZ	EP	INOX	MATI	NUSA	RSP	SSP	TPIPP	WIN	
B52	CCP	F&D	JAK	M-CHAI	PAF	SABUY	STARK	TPLAS	WORK	
BEAUTY	CGD	FMT	JR	MCS	PF	SF	STC	TPOLY	WPH	

Disclaimer:

The disclosure of the survey results of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey results may be changed after that date. FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey results.

* CGR scoring should be considered with news regarding wrong doing of the company or director or executive of the company such unfair practice on securities trading, fraud, and corruption SEC imposed a civil sanction against insider trading of director and executive

Sources: Thai Institute of Directors Association (IOD); FSSIA's compilation; data as of 26 October 2021

Anti-corruption Progress Indicator

CERTIFIED										
2S	BCH	CPALL	GC	K	MFC	PE	QLT	SNP	THCOM	TU
7UP	BCP	CPF	GCAP	KASET	MFEC	PG	QTC	SORKON	THIP	TVD
ADVANC	BCPG	CPI	GEL	KBANK	MILL	PHOL	RATCH	SPACK	THRE	TVI
AF	BE8	CPN	GFPT	KBS	MINT	PK	RML	SPALI	THREL	TVO
AI	BEYOND	CSC	GGC	KCAR	MONO	PL	RWI	SPC	TIDLOR	TWPC
AIE	BGC	DCC	GJS	KCE	MOONG	PLANB	S & J	SPI	TIPCO	U
AIRA	BGRIM	DELTA	GPI	KGI	MSC	PLANET	SAAM	SPRC	TISCO	UBE
AKP	BJCHI	DEMCO	GPSC	KKP	MST	PLAT	SABINA	SRICHA	TKS	UBIS
ALPHAX	BKI	DIMET	GSTEEL	KSL	MTC	PM	SAPPE	SSF	TKT	UEC
AMA	BLA	DRT	GUNKUL	KTB	MTI	PPP	SAT	SSP	TMD	UKEM
AMANAHA	BPP	DTAC	HANA	KTC	NBC	PPPM	SC	SSSC	TMILL	UOBKH
AMATA	BROOK	DUSIT	HARN	KWC	NEP	PPS	SCB	SST	TMT	UPF
AMATAV	BRR	EA	HEMP	KWI	NINE	PR9	SCC	STA	TNITY	UV
AP	BSBM	EASTW	HENG	L&E	NKI	PREB	SCCC	STOWER	TNL	VGI
APCS	BTS	ECL	HMPRO	LANNA	NMG	PRG	SCG	SUSCO	TNP	VIH
AQUA	BWG	EGCO	HTC	LH	NNCL	PRINC	SCN	SVI	TNR	WACOAL
ARROW	CEN	EP	ICC	LHFG	NOBLE	PRM	SEAOL	SYMC	TOG	WHA
AS	CENTEL	EPG	ICHI	LHK	NOK	PROS	SE-ED	SYNTEC	TOP	WHAUP
ASIAN	CFRESH	ERW	IFEC	LPN	NSI	PSH	SELIC	TAE	TOPP	WICE
ASK	CGH	ESTAR	IFS	LRH	NWR	PSL	SENA	TAKUNI	TPA	WIJK
ASP	CHEWA	ETE	ILINK	M	OCC	PSTC	SGP	TASCO	TPP	XO
AWC	CHOTI	FE	INET	MAKRO	OGC	PT	SINGER	TBSP	TRU	ZEN
AYUD	CHOW	FNS	INSURE	MALEE	ORI	PTG	SIRI	TCAP	TRUE	
B	CIG	FPI	INTUCH	MATCH	PAP	PTT	SITHAI	TCMC	TSC	
BAFS	CIMBT	FPT	IRC	MBAX	PATO	PTTEP	SKR	TFG	TSTE	
BAM	CM	FSMART	IRPC	MBK	PB	PTTGC	SMIT	TFI	TSTH	
BANPU	CMC	FSS	ITEL	MC	PCSGH	PYLON	SMK	TFMAMA	TTA	
BAY	COM7	FTE	IVL	MCOT	PDG	Q-CON	SMPC	TGH	TTB	
BBL	COTTO	GBX	JKN	META	PDJ	QH	SNC	THANI	TTCL	
DECLARED										
AJ	CHG	DDD	ETC	JR	MAJOR	NUSA	RS	SSS	TQM	YUASA
ALT	CPL	DHOUSE	FLOYD	JTS	NCAP	NYT	SAK	STECH	TSI	ZIGA
APCO	CPR	DOHOME	GULF	KEX	NCL	OR	SCGP	STGT	VARO	
B52	CPW	ECF	III	KUMWEL	NOVA	PIMO	SCM	TKN	VCOM	
BEC	CRC	EKH	INOX	LDC	NRF	PLE	SIS	TMI	VIBHA	

Level	
Certified	This level indicates practical participation with thoroughly examination in relation to the recommended procedures from the audit committee or the SEC's certified auditor, being a certified member of Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) or already passed examination to ensure independence from external parties.
Declared	This level indicates determination to participate in the Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC)

Disclaimer:

The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by Thaipat Institute, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies of the Office of the Securities and Exchange Commission. Thaipat Institute made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of Thaipat Institute that is a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment results.

Note: Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of 26 October 2021) are categorised into: 1) companies that have declared their intention to join CAC, and; 2) companies certified by CAC.

Sources: The Securities and Exchange Commission, Thailand; * FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Sureeporn Teewasuwet FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSS makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSS has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSS 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 FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited

FSSIA may incorporate the recommendations and target prices of companies currently covered by FSS Research into equity research reports, denoted by an 'FSS' before the recommendation. FSS Research is part of Finansia Syrus Securities Public Company Limited, which is the parent company of FSSIA.

All share prices are as at market close, unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / current price.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.