

# BANGKOK LAB AND COSMETIC

## THAILAND / PERSONAL PRODUCTS & PHARMACEUTICALS

# BLC TB

## ผู้ที่พร้อมคว้าโอกาสในการเติบโตของ New generic drugs

- BLC เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยา และผลิตภัณฑ์สุขภาพ ด้วยประสบการณ์กว่า 30 ปี
- จุดเด่นคือการขยายธุรกิจไปสู่ยาสามัญใหม่ และการเตรียม R&D ไว้ล่วงหน้าแล้ว
- คาดการณ์การเติบโตต่อเนื่องเฉลี่ย 3 ปี 26% CAGR ประเมินราคาเหมาะสมที่ 12 บาท

TARGET PRICE  
IPO PRICE

THB12.00  
THB10.50

## KEY STOCK DATA

| YE Dec (THB m)      | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue             | 1,296  | 1,459  | 1,637  | 1,832  |
| Net profit          | 126    | 172    | 209    | 254    |
| EPS (THB)           | 0.26   | 0.29   | 0.35   | 0.42   |
| EBITDA              | 222    | 280    | 332    | 391    |
| Core net profit     | 126    | 172    | 209    | 254    |
| Core EPS (THB)      | 0.26   | 0.29   | 0.35   | 0.42   |
| EPS growth (%)      | (99.0) | 9.3    | 21.6   | 21.6   |
| Core P/E (x)        | 40.1   | 36.7   | 30.2   | 24.8   |
| Dividend yield (%)  | 1.9    | 1.1    | 1.3    | 1.6    |
| EV/EBITDA (x)       | 25.0   | 21.2   | 17.6   | 14.6   |
| Price/book (x)      | 18.8   | 5.4    | 4.9    | 4.4    |
| Net debt/Equity (%) | 179.8  | (30.7) | (35.7) | (41.0) |
| ROE (%)             | 53.9   | 23.9   | 16.9   | 18.5   |
| Free float (%)      |        |        |        | 25     |

Major shareholder กลุ่มผู้ก่อตั้ง (คุณสุวิทย์ งามภูพันธ์, คุณสุณิสา มงคลอารีย์พงษ์, คุณสมชัย พิสพทุธาร และคุณศุภชัย สายบัว) หลังการเสนอขาย IPO 55.9%

Issued shares (m) 600.00

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

## BLC's IPO summary

|                   | รายละเอียด  |
|-------------------|---|
| Pre-IPO shares    | 480 ล้านหุ้น  |
| Share offering    | 150 ล้านหุ้น คิดเป็น 25% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO แบ่งเป็น IPO 120 ล้านหุ้น และผู้ถือหุ้นเดิมขาย 30 ล้านหุ้น  |
| Use of proceeds   | 1) เพื่อลงทุนโรงงานผลิตยาอาคารใหม่ และวิจัยพัฒนาและผลิต ผลิตภัณฑ์ยาแผนปัจจุบันประเภทยาสามัญใหม่ 14 รายการ<br>2) เพื่อสำหรับจ่ายคืนหนี้สินเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน<br>3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ |
| Financial advisor | KGI Securities (Thailand) PCL.  |
| Lead Underwriter  | KGI Securities (Thailand) PCL.  |

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท บางกอกแล็บ แอนด์ คอสเมติก จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

## ผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยา และผลิตภัณฑ์สุขภาพ

BLC ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายยาสามัญแผนปัจจุบัน ผลิตภัณฑ์สมุนไพร เครื่องสำอาง ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร และเครื่องมือแพทย์ ซึ่งจำหน่ายผลิตภัณฑ์ผ่านช่องทางหลักคือร้านขายยาและโรงพยาบาลทั้งภาครัฐและเอกชน รวมกันกว่า 85% ของยอดขาย โดยในปี 2023 บริษัทมีสัดส่วนยอดขายหลักคือกลุ่มผลิตภัณฑ์ยาแผนปัจจุบัน 71% หลักภายใต้ Brand อย่าง DiabeDerm, Glucosa เป็นต้น และกลุ่มเครื่องสำอาง 12% ภายใต้ Brand; Vitara E เป็นต้น

## ด้วยประสบการณ์กว่า 30 ปี โดยเภสัชกร 3 ท่าน

จุดเด่น 1) ด้วยประสบการณ์กว่า 30 ปี โดยเภสัชกร 3 ท่าน ทำให้บริษัทได้เปรียบในการคว้าโอกาสของการเติบโตในอุตสาหกรรมยาที่มีมูลค่าตลาดกว่า 227,000 ลบ. ผ่านการวางแผนวิจัยและพัฒนาตัวยา New generic drugs 2) ผู้บริหารเป็นเภสัชกรที่มีความเชี่ยวชาญในอุตสาหกรรม พร้อมประสบการณ์กว่า 30 ปี ทำให้บริษัทมีความเข้าใจภาพรวมตลาด และมีบุคลากรที่เป็นเภสัชกรและนักวิทยาศาสตร์กว่า 100 คน 3) มีแผนงานในอนาคตที่ชัดเจน โดยบริษัทมีแผนนำเงิน IPO ไปลงทุนก่อสร้างโรงงานผลิตยาอาคารใหม่ ซึ่งจะเน้นการผลิตยาแผนปัจจุบันประเภทยาสามัญใหม่ที่จะเริ่มพัฒนาในปี 2023 เป็นต้นไป และเพิ่มกำลังการผลิตประมาณ 193% จากปี 2021 รวมถึงวิจัย พัฒนาต่อยอดผลิตภัณฑ์ยาสามัญใหม่กว่า 14 รายการ

## คาดการณ์กำไร 3 ปี ข้างหน้าเติบโตต่อเนื่อง

เราคาดกำไรของบริษัทปี 2023-25 มีแนวโน้มเติบโตขึ้นต่อเนื่องเป็น 172 ลบ. (+37% y-y), 209 ลบ. (+22% y-y) และ 254 ลบ. (+22% y-y) ซึ่งคิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 26% CAGR หนุนจากภาพรวมของเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวจากสถานการณ์ Covid-19 และพฤติกรรมที่คนหันมาเน้นการรักษาสุขภาพมากขึ้น รวมถึงการเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่ๆของบริษัท เช่น กลุ่มสินค้า Probiotics และ กลุ่มยาสามัญใหม่ (New Generic Drugs) ขณะที่ Gross margin ของบริษัทปรับตัวดีขึ้นจากกลยุทธ์เพิ่มสัดส่วนการจำหน่ายสินค้าที่มี Margin สูง และปรับลดการจำหน่ายสินค้าที่มี Margin ต่ำ รวมถึงได้ผลประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด (Economies of Scale) จากการผลิตสินค้าเพิ่มมากขึ้น

## ประเมินมูลค่าเหมาะสมของบริษัทปี 2023 ที่ 12.0 บาท อิง DCF

เราประเมินมูลค่าพื้นฐานของ BLC ปี 2023 เท่ากับ 12.0 บาท อิงวิธี DCF ภายใต้สมมติฐานอัตราคิดลด (WACC) 7.4% และ Terminal growth 1% โดยราคาพื้นฐานคิดเป็น P/E ของปี 2023 ที่ 42 เท่า และ PEG ที่ 1.6 เท่า



Jitra Amornthum

jitra.a@fssia.com  
+66 2646 9966

Thada Jirachoenying

thada.j@fssia.com  
+66 2646 9964

## สารบัญ

|   |    |
|---|----|
| ลักษณะการประกอบธุรกิจ .....                         | 3  |
| ผลการดำเนินงานในอดีต .....                          | 8  |
| ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ .....        | 10 |
| ประเมินมูลค่าเหมาะสม .....                          | 14 |
| โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล ..... | 15 |
| ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....                  | 17 |
| <b>Appendix</b> .....                               | 18 |

## ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท บางกอกแล็บ แอนด์ คอสเมติก จำกัด (มหาชน) “BLC” ผลิตและจำหน่ายยาสามัญแผนปัจจุบัน ผลิตภัณฑ์สมุนไพร เครื่องสำอาง ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร และเครื่องมือแพทย์ โดยเป็นการจำหน่ายแบบผู้ประกอบการกับผู้ประกอบการ (Business to Business: B2B) ให้กับลูกค้าร้านขายยา โรงพยาบาลรัฐ และเอกชน บริษัทเอกชน ร้านค้าปลีก ผ่านช่องทางโมเดิร์นเทรด ได้แก่ ไฮเปอร์มาร์เก็ต ร้านสะดวกซื้อ เป็นต้น ทั้งในประเทศและต่างประเทศ รวมถึงการจำหน่ายสินค้าให้แก่ผู้บริโภคโดยตรง (Business to Consumer: B2C) จำหน่ายสินค้าทางออนไลน์ BKD Viva Healthy at Home โดยผลิตภัณฑ์ของ บริษัทฯ สามารถแบ่งได้เป็น 2 กลุ่ม ดังนี้

### 1 กลุ่มผลิตภัณฑ์ยา (Pharmaceuticals)

- เวชภัณฑ์ยาสามัญแผนปัจจุบัน (Generic Drug)

ยาสามัญแผนปัจจุบันที่บริษัท ผลิตและจำหน่ายเป็นยาสามัญ (Generic Drug) ซึ่งเป็นการผลิตเลียนแบบสูตรยาต้นตำรับ (Original Drug) หรือยาจดสิทธิบัตร (Patented Drug) ซึ่งสิทธิบัตรได้หมดอายุการคุ้มครองไปแล้ว โดยบริษัท จะผลิตยาสามัญแผนปัจจุบันภายใต้เครื่องหมายการค้าของบริษัทฯ ซึ่งมีตัวยาสำคัญชนิดเดียวกันกับยาต้นตำรับในรูปแบบยาเม็ด ยาแคปซูล ยาผง ยาน้ำ ครีม และเจล ทั้งนี้ ยาสามัญแผนปัจจุบันของบริษัทฯ ได้แก่ กลุ่มยาที่เกี่ยวข้องกับกระดูกและข้อ กลุ่มยาที่เกี่ยวข้องกับผิวหนัง กลุ่มยาที่เกี่ยวข้องกับทางเดินอาหาร กลุ่มยาที่เกี่ยวข้องกับทางเดินหายใจ

Exhibit 1: ตัวอย่างยาสามัญแผนปัจจุบัน



Source: BLC

- ผลิตภัณฑ์สมุนไพร (Herbal Medicines)

ยาที่ผลิตโดยนำสารสกัดจากสมุนไพรที่สามารถหาวัตถุดิบได้จากภายในประเทศไทยได้ เครื่องหมายการค้าของบริษัทฯ เช่น พริก ใพล กระชายดำ ว่านหางจระเข้ เป็นต้น มาผลิตเป็นยาสำหรับผู้บริโภคที่ใช้ในการรักษาโดยการแพทย์ทางเลือก บริษัทฯ ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์สมุนไพรในรูปแบบยาเม็ด ยาแคปซูล ยาผง ยาหน้า ครีม และเจล โดยผลิตภัณฑ์สมุนไพรของบริษัทฯ จะเป็นกลุ่มยาที่รักษาโรคไม่เรื้อรัง ได้แก่ กลุ่มยาที่เกี่ยวข้องกับกระดูกและข้อ เป็นต้น

## Exhibit 2: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์สมุนไพร



Source: BLC

- เวชภัณฑ์สำหรับสัตว์ (Animal Medicines)

เวชภัณฑ์สำหรับสัตว์ที่บริษัทฯ ผลิตและจำหน่ายจะเน้นสำหรับสัตว์เศรษฐกิจ ภายใต้เครื่องหมายการค้าของบริษัทฯ เช่น สุนัข สัตว์ปีก โคเนื้อ และสัตว์น้ำ เป็นต้น เพื่อรักษาโรคติดเชื้อที่จะเกิดขึ้นในฟาร์มปศุสัตว์ ซึ่งบริษัทฯ มุ่งเน้นการผลิตผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพเพื่อการใช้อย่างปลอดภัย โดยเริ่มจากการวิจัยพัฒนา เพื่อให้ได้ผลิตภัณฑ์ที่มีประสิทธิภาพ ประสิทธิผล และความปลอดภัยต่อคน สัตว์ และสิ่งแวดล้อม การควบคุมการผลิตของทุกผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ ได้รับการขึ้นทะเบียนจาก สำนักงานคณะกรรมการอาหารและยา (อย.) และกระบวนการผลิตเป็นไปตามมาตรฐานของอย. มีการใส่ใจในการคัดเลือกสารตั้งต้นที่มีคุณภาพ มีการตรวจสอบคุณภาพทางห้องปฏิบัติการ และการตรวจวิเคราะห์ผลิตภัณฑ์ (Certificate of Analysis) เพื่อเป็นการรับรองมาตรฐานคุณภาพทั้งวัตถุดิบและผลิตภัณฑ์สำเร็จรูป

2 กลุ่มผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่ยา (Non-Pharmaceuticals)

- เวชสำอาง (Cosmetic)

บริษัท ผลิตและจำหน่ายเครื่องสำอางภายใต้เครื่องหมายการค้าของบริษัท สำหรับบำรุงผิวหน้า ผิวกาย ในรูปแบบต่าง ๆ เช่น ครีม ซีรั่ม เจล เป็นต้น นอกจากนี้บริษัท ยังรับจ้างผลิต (Original Equipment Manufacturer: OEM) ให้กับบริษัทหรือเจ้าของธุรกิจที่ต้องการทำสินค้าของตนเอง

Exhibit 3: ตัวอย่างเวชสำอางของบริษัท



QR Code | **ผิวแพ้ง่าย รอยแดงจากสิว นึกถึง Burnova®**

|   |  |   |
|---|--|---|
| <p><b>Burnova Gel Plus</b><br/>เบอริโนวา เจล พัส สโนว์ อัลจี</p> <p>ใช้อะไรก็แพ้ รอยแดงจากสิว หน้าแดง หน้าพัง</p> | <p><b>Burnova Gel Plus</b><br/>เบอริโนวา เจล พัส สโรว์ แอลจี</p> <p>บำรุงผิวที่เป็นสิิว พร้อมช่วยให้ผิวแลดูอ่อนเยาว์</p> | <p><b>Burnova Gel Plus</b><br/>เบอริโนวา เจล พัส แพลกตอน</p> <p>บำรุงผิวที่เป็นสิิว พร้อมเพิ่มความกระจ่างใส</p> |
|---|--|---|

Source: BLC

- ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร (Food Supplement)

บริษัท ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์เสริมอาหารภายใต้เครื่องหมายการค้าของบริษัท ที่เกี่ยวข้องกับบำรุงข้อต่อ กล้ามเนื้อ กระดูก และบำรุงสายตา ในรูปแบบต่าง ๆ เช่น ชนิดเม็ด ชนิดผง เป็นต้น

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์เสริมอาหารของบริษัท มีดังนี้

Exhibit 4: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร



Source: BLC

- ผลิตภัณฑ์อื่น ๆ

ผลิตภัณฑ์อื่น ๆ ที่บริษัท ผลิตและจำหน่าย ได้แก่ เจลหล่อลื่น เจลแอลกอฮอล์ล้างมือ สเปรย์ฉีดกันยุง

Exhibit 5: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์อื่น

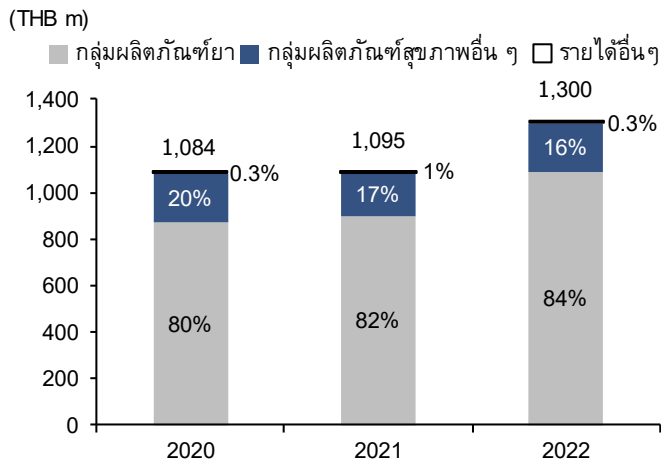


Source: BLC

**โครงสร้างรายได้**

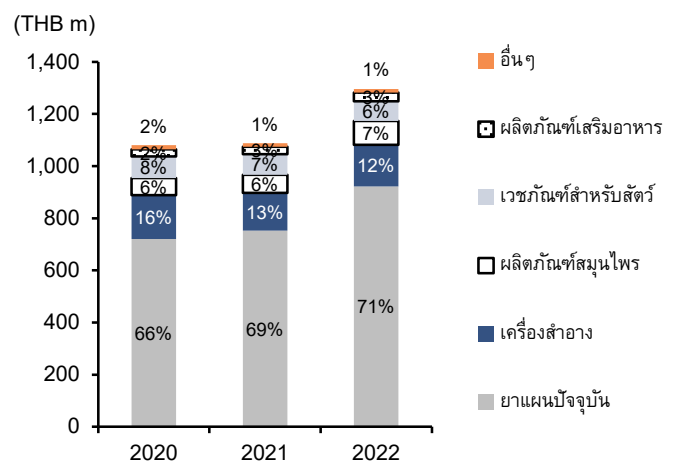
รายได้หลักของบริษัทคือกลุ่มสินค้าประเภทยา 80%-84%, กลุ่มผลิตภัณฑ์สุขภาพอื่นๆ 16-20% และรายได้อื่นๆ เช่น เงินเยียวยาผู้ประกอบการจากสำนักงานประกันสังคม รายได้จากค่าน้ำ ค่าไฟ ค่าเช่า และดอกเบี้ยรับ 0.3%-1% โดยบริษัทแบ่งโครงสร้างรายได้ตามกลุ่มผลิตภัณฑ์ ในปี 2020-22 ดังนี้

**Exhibit 6: รายได้จากการขายแบ่งตามกลุ่มผลิตภัณฑ์**



Source: BLC

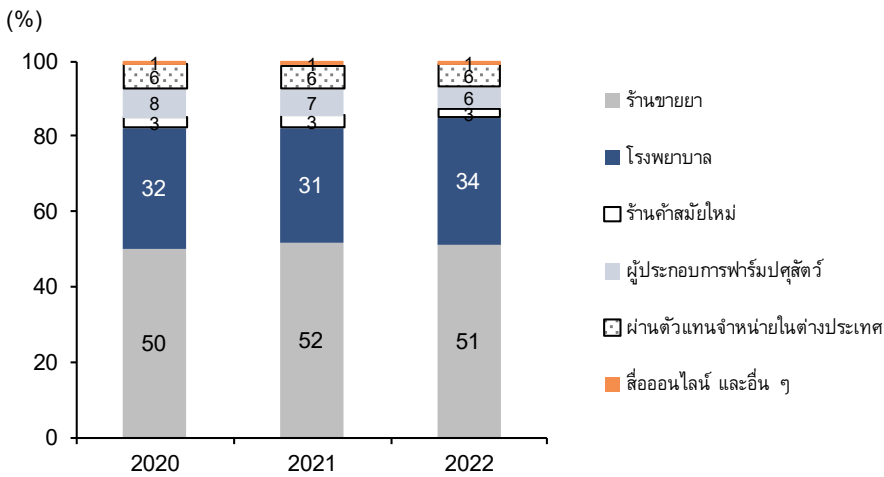
**Exhibit 7: รายได้จากการขายแบ่งตามกลุ่มสินค้า**



Source: BLC

บริษัทมีช่องทางการขายหลักคือร้านขายยา โรงพยาบาล และ Modern trade เป็นหลัก สัดส่วนรวม 88% ของช่องทางการจัดจำหน่ายทั้งหมด และขายผู้ประกอบการฟาร์มปศุสัตว์ 6% เนื่องจากบริษัทมีผลิตภัณฑ์ยาสำหรับสัตว์ รวมถึงส่งออกต่างประเทศ 6% ส่วนที่เหลือเป็นช่องทางขายผ่านสื่อออนไลน์และรับจ้างผลิต OEM และอื่นๆ

**Exhibit 8: ช่องทางการจัดจำหน่าย**



Source: BLC

## ผลการดำเนินงานในอดีต

ผลประกอบการปี 2020-22 ของ BLC มีกำไรสุทธิ 12 ลบ., 52 ลบ. และ 126 ลบ. (+222% CAGR) จากที่บริษัทได้รับผลกระทบจาก COVID-19 ทำให้กำไรสุทธิของปี 2019-20 ปรับลงแรง จากที่บริษัทไม่ได้รับผลประโยชน์จาก COVID-19 เนื่องจากผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับกล้ามเนื้อ, กระดูก และข้อ รวมถึงระบบย่อยอาหาร และบำรุงผิว ซึ่งภายหลังจากภาวะ COVID-19 คลี่คลายในปี 2021-22 กลุ่มลูกค้าหลักอย่างร้านขายยา และสถานเสริมความงามกลับมาดำเนินการได้ปกติ ทำให้สินค้าของบริษัทเกือบทุกประเภทยอดขายดีขึ้น รวมถึงการทำโปรโมชั่นส่งเสริมการขาย ส่งผลให้กำไรสุทธิของบริษัทในปี 2021-22 เติบโตอย่างก้าวกระโดด

**สำหรับปี 2020** รายได้จากการขายเท่ากับ 1,081 ลบ. โดยสถานการณ์การระบาด COVID-19 และมาตรการควบคุมโรคระบาดของรัฐ กระทบภาพรวมของเศรษฐกิจ เช่นการปิดห้างฯ ปิดคลินิกเสริมความงาม ปิดรับนักท่องเที่ยว และงดให้ประชาชนทำกิจกรรมนอกบ้าน ส่งผลให้ยอดขายสินค้าของบริษัทปรับลดลง ขณะที่ยอดขายประเภทผลิตภัณฑ์เสริมอาหารไม่ได้รับผลกระทบ เนื่องจากผู้บริโภคตระหนักถึงความสำคัญของสุขภาพจากการเผชิญหน้าโรคระบาด อัตรากำไรขั้นต้นเท่ากับ 50.4% โดยบริษัทมีการกักตุนวัตถุดิบในช่วง COVID-19 จากการสั่งซื้อปริมาณมากจึงทำให้บริษัทฯ ได้รับส่วนลดจากผู้ค้า นอกจากนี้บริษัทยังปรับ Product mix กระตุ้นให้ฝ่ายขายเน้นการขายสินค้าที่มีอัตรากำไรสูง และยกเลิกการขายสินค้าที่มีอัตรากำไรต่ำ ค่าใช้จ่ายรวมต่อยอดขาย (SG&A to sales) เท่ากับ 46.5% ส่งผลให้ในปี 2020 บริษัทมีกำไรสุทธิเท่ากับ 12 ลบ.

**สำหรับปี 2021** รายได้จากการขายยังคงทรงตัว 1,087 ลบ. (+0.6% y-y) จากสถานการณ์ COVID-19 ขณะที่บริษัทไม่ได้รับผลประโยชน์จากการแพร่ระบาด เนื่องจากผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับกล้ามเนื้อ, กระดูก และข้อ รวมถึงระบบย่อยอาหาร และบำรุงผิว อย่างไรก็ตามบริษัทได้ปรับกลยุทธ์การตลาดเพื่อให้สามารถเข้าถึงลูกค้าได้เพิ่มขึ้น โดยขยายช่องทาง Online เพื่อเจาะกลุ่มลูกค้ารายย่อย รวมถึงออกผลิตภัณฑ์ใหม่เพื่อตอบสนองต่อความต้องการในช่วง COVID-19 อย่างสเปรย์สำหรับช่องปากและลำคอสูตรผสมฟ้าทะลายโจร เป็นต้น อัตรากำไรขั้นต้นปรับดีขึ้นเล็กน้อยเท่ากับ 51.7% (vs 50.4% ในปี 2020) สาเหตุหลักมาจากการงดจ่ายโบนัสพนักงานในส่วนงานผลิต ค่าใช้จ่ายรวมต่อยอดขาย (SG&A to sales) เท่ากับ 44.3% (VS 46.5% ในปี 2020) สาเหตุหลักมาจาก 1) ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานลดลงจากการลดค่าคอมมิชชั่นและโบนัส 2) ค่าใช้จ่ายส่งเสริมการขายลดลงจากภาวะตลาดในช่วงสถานการณ์ COVID-19 ส่งผลให้บริษัทมีกำไรสุทธิ 52 ลบ. (+326% y-y)

**สำหรับปี 2022** รายได้จากการขายเร่งตัวขึ้นเป็น 1,296 ลบ. (+19.2% y-y) จากการผ่อนคลายมาตรการการควบคุมของรัฐบาล ทำให้กลุ่มลูกค้าร้านขายยา และสถานเสริมความงามกลับมาดำเนินการได้อย่างปกติ ประกอบกับการทำโปรโมชั่นส่งเสริมการขายใน Online channel อัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นเป็น 54.1% (VS 51.7% ในปี 2021) สาเหตุหลักจาก 1) ยอดขายของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นทำให้ได้รับประโยชน์จาก Economies of scales 2) การจัดการสินค้าคงคลังที่ดีขึ้นจากการขาดทุนของสินค้าเสื่อมสภาพลดลง และการจัดการให้สินค้าขายออกได้เร็วขึ้นจากการจัดโปรโมชั่นลดราคา ขณะที่ค่าใช้จ่ายรวมต่อยอดขาย (SG&A to sales) ปรับตัวลดลงเป็น 41.0% (VS 44.3% ในปี 2021) ส่วนหนึ่งเป็นเพราะยอดขายของบริษัทเร่งตัวขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีกำไรสุทธิ 126 ลบ. (+144% y-y)

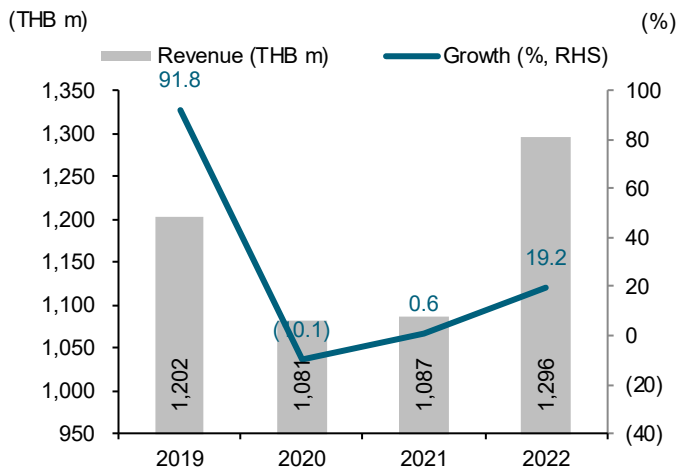
### อัตราส่วนทางการเงิน

สำหรับอัตราส่วนทางการเงินปี 2020-2022 บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) เท่ากับ 6.9 เท่า, 4.2 เท่า, และ 3.3 เท่า ตามลำดับ สอดคล้องกับอัตราหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อผู้ถือหุ้น (IBD/E) อยู่ที่ 4.5 เท่า, 2.8 เท่า และ 1.9 เท่า ตามลำดับ โดยทิศทางของหนี้สินปรับตัวลดลงตามเงินกู้ที่ลดลง ขณะที่ส่วนของผู้ถือหุ้นปรับตัวขึ้นตามทิศทางกำไรสุทธิของบริษัท

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ย (ROAA) ปี 2020-2022 เท่ากับ 1.2%, 4.8%, และ 9.7% และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (ROAE) เท่ากับ 8.1%, 30.3% และ 51.5% ตามลำดับ โดยทิศทางปรับตัวสูงขึ้นทั้ง ROAA และ ROAE สอดคล้องกับผลประกอบการที่เพิ่มขึ้น

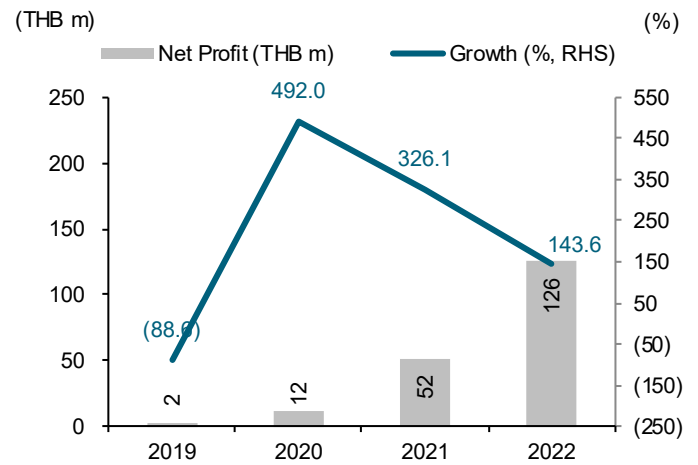


**Exhibit 9: Revenue (THB m)**



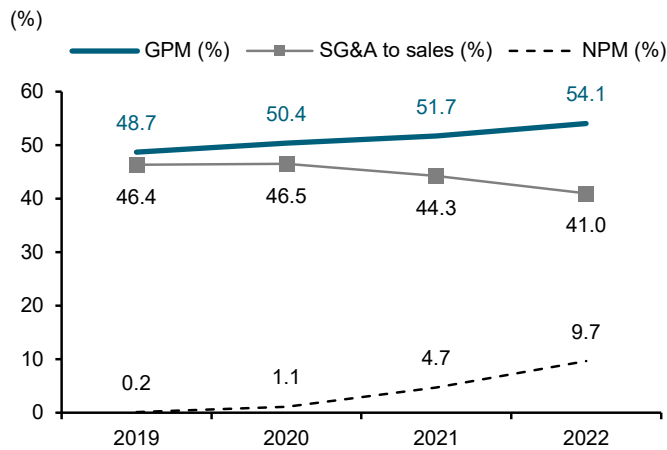
Sources: BLC

**Exhibit 10: Net Profit (THB m)**



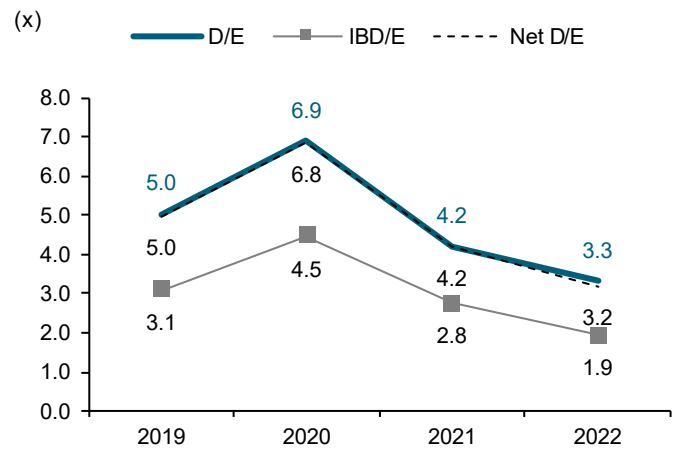
Sources: BLC

**Exhibit 11: Profitability (%)**



Sources: BLC

**Exhibit 12: Leverage ratio (x)**



Sources: BLC

## ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ

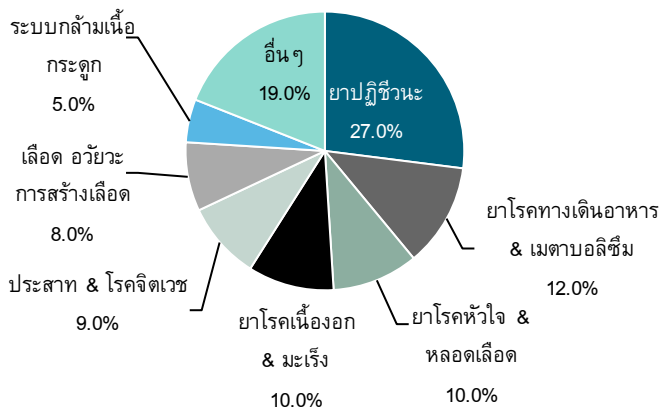
ตลาดยาในประเทศไทยมีแนวโน้มการเติบโตต่อเนื่อง ซึ่งบริษัทมีแผนที่จะพัฒนากลุ่มยาที่เติบโตดี

มูลค่าตลาดยาในประเทศไทยปี 2021 มีมูลค่าราว 227,000 ลบ. โดยมีทั้งยาที่ผลิตในประเทศและนำเข้า ซึ่งสัดส่วนยาปฏิชีวนะ ยาโรคทางเดินอาหารและเมตาบอลิซึม ยาโรคหัวใจและหลอดเลือด ยาโรคเนื้องอกและมะเร็ง เป็น Top 4 รวมกันคิดเป็น 59% ของสัดส่วนยาที่ผลิตและนำเข้าในประเทศ ซึ่งบริษัทมีแผนที่จะผลิตและจำหน่ายยาในกลุ่มเหล่านี้

หากพิจารณาการเติบโตของยาแต่ละกลุ่มในช่วง 2017-2021 มีอัตราการเติบโตของยาทุกกลุ่มเฉลี่ย 7% โดยกลุ่มยาที่มีอัตราการเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ย ได้แก่ กลุ่มยาปฏิชีวนะ (22%) ยาโรคหัวใจและหลอดเลือด (15%) ยาโรคทางเดินอาหารและเมตาบอลิซึม (9%) ยารักษาโรคที่เกี่ยวข้องกับฮอโมน (8%) ยาโรคเนื้องอกและมะเร็ง (8%) ซึ่งบริษัทฯ มีแผนผลิตและจำหน่ายยาในกลุ่มที่เติบโตสูงเหล่านี้

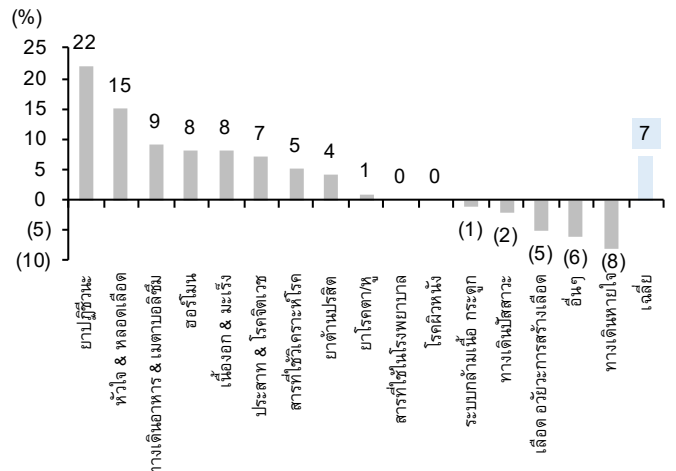
แนวโน้มการเติบโตของมูลค่าตลาดยาในปี 2022 มีโอกาสขยายตัว 4.5-5% สู่ระดับราว 238,350 ลบ. เป็นผลมาจากความต้องการยาและเวชภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้นสอดคล้องกับการกลับมาของกิจกรรมทางเศรษฐกิจและการเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยว ประกอบกับกำลังซื้อปรับตัวเพิ่มขึ้นตามทิศทางเศรษฐกิจในประเทศ อีกทั้งการคลายกังวลต่อการระบาดของ Covid-19

Exhibit 13: สัดส่วนยาที่ผลิตและนำเข้าของไทย



Source: BLC Filing

Exhibit 14: อัตราการเติบโตในช่วง 2017-2021

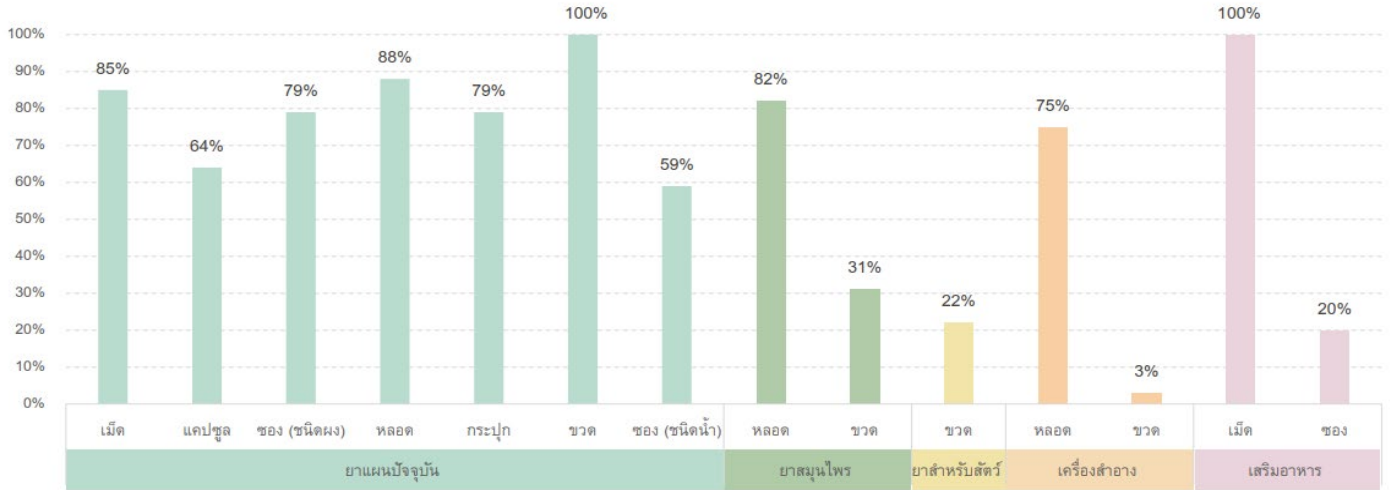


Source: BLC Filing

**การเข้าสู่อุตสาหกรรมยาต้องใช้เงินลงทุนสูง และต้องใช้บุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญ**

บริษัทมีโรงงานที่ได้รับมาตรฐานการผลิตยาตาม Good Manufacturing Practice – Pharmaceutical Inspection Co-Operation Scheme (GMP-PIC/S) ซึ่งเป็นมาตรฐานสากลสำหรับโรงงานผลิตยา เพื่อให้มั่นใจได้ว่ามีกระบวนการผลิตที่ได้มาตรฐาน ยามีคุณภาพตามที่กำหนดและปลอดภัย ซึ่งจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนสูง รวมถึงพนักงานที่มีความรู้ ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน ซึ่งหาไม่ง่ายในตลาด ซึ่งปัจจุบันบริษัทมีเภสัชกรและนักวิทยาศาสตร์มากกว่า 100 คน และมีโรงงานผลิตยา 1 แห่ง อัตราการใช้กำลังการผลิต (Utilisation Rate) ดังนี้

**Exhibit 15: Utilisation rate ปี 2022**



Source: BLC Filing

**บริษัทมีประสบการณ์กว่า 30 ปี รวมถึงผู้บริหารเป็นเภสัชกรที่มีความเชี่ยวชาญในอุตสาหกรรม**

บริษัทมีประสบการณ์กว่า 30 ปี และผู้ก่อตั้งเป็นเภสัชกรที่มีความเชี่ยวชาญในอุตสาหกรรม ทำให้บริษัทมีการวิจัยและพัฒนาสินค้ามาโดยตลอด และยังคงรักษาระดับคุณภาพของผลิตภัณฑ์ได้อย่างต่อเนื่อง ทำให้ได้รับความไว้วางใจกับลูกค้าเกิดความเชื่อมั่นและมั่นใจในคุณภาพของสินค้า ขณะที่ลูกค้าหลักของบริษัทเป็นผู้ประกอบการ เช่น โรงพยาบาลรัฐและเอกชน บริษัทเอกชน ร้านขายยา และร้านค้าปลีก เป็นต้น ดังนั้นบริษัทจึงเน้นทีมขายให้ดูแลและสนับสนุนลูกค้าอย่างใกล้ชิดเพื่อรักษาความสัมพันธ์อันดีกับลูกค้าไว้ได้ โดยปัจจุบันกลุ่มลูกค้าหลักของบริษัทยังคงเป็นลูกค้ากลุ่มโรงพยาบาล ซึ่งจะมีปัญหาเกี่ยวกับการติดตามและรับชำระเงิน ทั้งนี้ตั้งแต่เดือน ม.ค. 2023 บริษัทได้แต่งตั้งกลุ่มซिलลิค ฟาร์มา ทำหน้าที่ในการขนส่งสินค้าและติดตามและรับชำระเงินสำหรับลูกค้ากลุ่มโรงพยาบาล รัฐบาล เอกชน และคลินิก ซึ่งจะช่วยให้ทีมขายสามารถมุ่งเน้นเฉพาะงานขาย (Focus on Core Business) เนื่องจากทีมขายจะต้องนำเวลาบางส่วนมาติดตามและชำระเงินจากโรงพยาบาล

บริษัทเข้าใจตลาดและเห็นโอกาสในการเติบโตของตัวยาในกลุ่มยาปฏิชีวนะ ยาโรคทางเดินอาหารและเมตาบอลิซึม ยาโรคหัวใจและหลอดเลือด ยาโรคเนื้องอกและมะเร็ง ที่เป็น Top4 ของสัดส่วนยาที่ผลิตและนำเข้าของประเทศ ดังนั้นจึงมีแผนการทวิวิจัยและพัฒนาตัวยาก่อนที่จะหมดลิขสิทธิ์ไว้ล่วงหน้า ทำให้เมื่อตัวยาหมดลิขสิทธิ์แล้วบริษัทสามารถผลิตและจัดจำหน่ายได้อย่างรวดเร็ว

สำหรับยาแบ่งเป็น 2 ประเภท คือ 1) ยาต้นตำรับ/ยาต้นแบบ (Original Drug) หรือที่เรียกว่ายาจดสิทธิบัตร (Patented Drug) จะได้รับสิทธิบัตรผูกขาดในการผลิตยาเป็นเวลา 20 ปี ทั้งนี้หากหมดอายุสิทธิบัตร ผู้ผลิตรายอื่นสามารถผลิตได้ 2) ยาสามัญ (Generic Drug) เป็นยาจากข้อ (1) ที่หมดอายุไปแล้ว โดยสามารถผลิตขึ้นภายใต้เครื่องหมายการค้าที่ไม่ใช่เครื่องหมายการค้าตามสิทธิของผู้ครองสิทธิบัตรยา แต่มีตัวยาสำคัญชนิดเดียวกับยาต้นตำรับ ฉะนั้นการวิจัยและพัฒนาตัวยาจำเป็นต้องทำล่วงหน้าราว 3-5 ปี ก่อนที่ Patented Drug จะหมดอายุ เพราะฉะนั้นบริษัทจำเป็นต้องเตรียมการและวางแผนสำหรับการเลือกพัฒนาตัวยาประเภทใด เพื่อให้ตอบสนองตลาดได้ดีที่สุด ทำให้การเตรียมแผนวิจัยและพัฒนา รวมถึงการบริหารต้นทุนการผลิตให้สามารถแข่งขันได้จึงสำคัญในการผลิตและจัดจำหน่ายตัวยา Generic Drug โดยปัจจุบันบริษัทวางแผนพัฒนาและวางขายตัว New generic drug กว่า 20 รายการ ซึ่งเน้นกลุ่มโรคสำคัญและมีแนวโน้มการเติบโตสูงจากการเข้าสู่สังคมสูงวัย

## บริษัทมีแผนงานในอนาคตที่ชัดเจน

แผนงานของบริษัทในอนาคตแบ่งเป็น 2 โครงการใหญ่ ได้แก่

- 1) สร้างโรงงานใหม่ เพื่อรองรับกำลังการผลิตและรองรับการเติบโตของบริษัท โดยโรงงานผลิตยาอาคารใหม่ ผลิตยาในรูปแบบยาเม็ด ยาแคปซูล ยาผง และยาครีม ซึ่งจะเน้นการผลิตยาแผนปัจจุบันประเภทยาสามัญใหม่ที่จะเริ่มพัฒนาในปี 2566 เป็นต้นไป เป็นหลักและเพิ่มกำลังการผลิตประมาณ 193% จากกำลังการผลิตในปี 2565 ทั้งนี้โรงงานอาคารใหม่จะติดตั้งแผง Solar บนหลังคาเพื่อใช้ในโรงงาน
- 2) มุ่งเน้นการพัฒนาในกลุ่มยาประเภทยาสามัญใหม่ (New Generic Drugs) เป็นหลัก โดยเน้นในกลุ่มยาที่มีอัตราการเติบโตสูง เช่น โรคหัวใจและหลอดเลือด โรคเบาหวาน โรคกระเพาะ โรคตับ เป็นต้น รวมถึงกลุ่มยาที่รองรับการเติบโตของสังคมผู้สูงอายุ เช่น โรคอัลไซเมอร์ เป็นต้น ทั้งนี้ ยาสามัญใหม่ที่จะพัฒนา บริษัทจะวางแผนระยะเวลาวิจัยและพัฒนา โดยจะจำหน่ายทันทีหลังจากสิทธิบัตรของยาดั้งเดิม (Original Drugs หรือ Patented Drugs) หมดอายุ ซึ่งจะสามารถทำให้บริษัทจำหน่ายยาที่มีคุณสมบัติการรักษาเหมือนกับยาดั้งเดิมได้ในราคาถูกลง และยาสามัญใหม่คาดว่าจะมีอัตรากำไรขั้นต้นราว 70% ใน 3-5 ปีแรกของการจำหน่าย โดยยาสามัญใหม่จะมีวงจรชีวิตผลิตภัณฑ์ (Product Life Cycle) ตั้งแต่ประมาณ 4-5 ปี ไปจนถึงมากกว่า 10 ปี ขึ้นอยู่กับประเภทยา สภาพตลาดและการแข่งขัน การทดแทนของยาชนิดใหม่ รวมถึงเทคโนโลยีการรักษาใหม่ ๆ โดยบริษัทมีเป้าหมายการวางจำหน่ายไม่น้อยกว่า 2 รายการต่อปี

## Exhibit 16: ยาสามัญใหม่ที่บริษัทเตรียมจะพัฒนา

| ปีที่เริ่มพัฒนา                     | ปีที่เริ่มจำหน่าย | คุณสมบัติรักษาโรค   | ประเภทยา    |
|-------------------------------------|-------------------|---|-------------|
|                                     | 2023              | ยารักษาผดผื่น คัน ีระล้าน   | ยาสามัญใหม่ |
|                                     | 2023              | ยาด้านไวรัสตับอักเสบบี  | ยาสามัญใหม่ |
|                                     | 2023              | ยารักษาโรคผิวหนังที่เกิดจากการติดเชื้อราที่มีอาการอักเสบร่วมด้วย                          | ยาสามัญ     |
| เริ่มเริ่มพัฒนาแล้ว 3-5 ปีที่ผ่านมา | 2024              | ยารักษาภาวะสมองเสื่อม อัลไซเมอร์  | ยาสามัญใหม่ |
|                                     | 2024              | ยาแก้แพ้ บรรเทาอาการคัดจมูก น้ำมูกไหล เนื่องจากหวัด                                       | ยาสามัญ     |
|                                     | 2024              | ยาที่มีส่วนผสมของสเตียรอยด์รักษาโรคผิวหนังที่เกิดจากการติดเชื้อราที่มีอาการอักเสบร่วมด้วย | ยาสามัญ     |
|                                     | 2024              | ยาโรคเบาหวาน (ลดระดับน้ำตาลในเลือด)   | ยาสามัญใหม่ |
|                                     | 2025              | ยาฆ่าเชื้อแบคทีเรีย สำหรับทาภายนอก  | ยาสามัญ     |
|                                     | 2025              | ยาปฏิชีวนะ ฆ่าเชื้อแบคทีเรีย  | ยาสามัญใหม่ |
| 2023                                | 2026              | ยาโรคหัวใจและหลอดเลือด (ป้องกันการเกิดลิ่มเลือด)  | ยาสามัญใหม่ |
| 2023                                | 2026              | ยาโรคทางเดินอาหาร (ยารักษาแผลในกระเพาะอาหารและโรคริดสีดวง)                                | ยาสามัญใหม่ |
| 2024                                | 2027              | ยาโรคทางเดินหายใจ (ยาแก้แพ้)  | ยาสามัญใหม่ |
| 2024                                | 2027              | ยาโรคทางเดินอาหาร (ยารักษาแผลในกระเพาะอาหารและโรคริดสีดวง)                                | ยาสามัญใหม่ |
| 2022                                | 2028              | ยาโรคเบาหวาน (ลดระดับน้ำตาลในเลือด)   | ยาสามัญใหม่ |
| 2025                                | 2028              | ยาโรคกระดูกและข้อ (รักษาโรคเกาต์)   | ยาสามัญใหม่ |
| 2025                                | 2028              | ยาโรคทางเดินปัสสาวะและฮอร์โมนเพศ (รักษาภาวะต่อมลูกหมากโต)                                 | ยาสามัญใหม่ |
| 2025                                | 2028              | ยาโรคทางเดินปัสสาวะและฮอร์โมนเพศ (รักษาภาวะหย่อนสมรรถภาพทางเพศ)                           | ยาสามัญใหม่ |
| 2026                                | 2029              | ยาโรคกระเพาะและข้อ (รักษาโรคเกาต์)  | ยาสามัญใหม่ |
| 2026                                | 2029              | ยาโรคหัวใจและหลอดเลือด (สารปรับสภาพไขมัน)   | ยาสามัญใหม่ |
| 2026                                | 2029              | ยาโรคทางเดินปัสสาวะและฮอร์โมนเพศ (ลดการขับปัสสาวะ)  | ยาสามัญใหม่ |
| 2026                                | 2029              | ยาโรคกระดูกและข้อ (รักษาอาการปวดข้อและกล้ามเนื้อ)   | ยาสามัญใหม่ |
| 2027                                | 2030              | ยาโรคหัวใจและหลอดเลือด (ป้องกันการเกิดลิ่มเลือด)  | ยาสามัญใหม่ |
| 2028                                | 2031              | ยาโรคเบาหวาน (ลดระดับน้ำตาลในเลือด)   | ยาสามัญใหม่ |

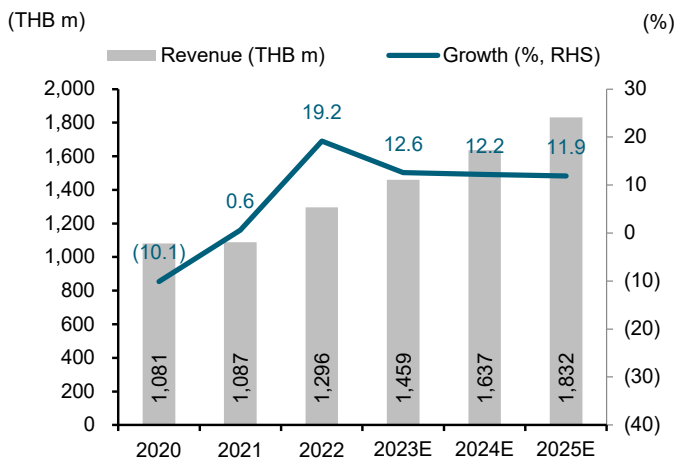
Source: BLC

**คาดการณ์กำไรปี 2023**

แนวโน้มผลประกอบการของบริษัทเติบโตอย่างต่อเนื่องโดยเราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023-25 จะปรับตัวสูงขึ้นเป็น 172 ลบ. (+37% y-y), 209 ลบ. (+22% y-y) และ 254 ลบ. (+22% y-y) ตามลำดับ โดยคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 26% CAGR ซึ่งมีปัจจัยหนุนมาจาก

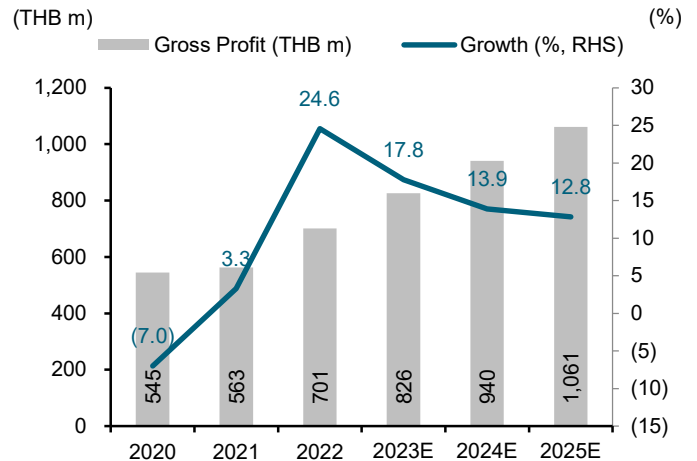
- 1) การผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจกลับมาเป็นปกติ ทีมขายของบริษัทสามารถเดินทางเข้าหาลูกค้า นำเสนอผลิตภัณฑ์ใหม่ๆของบริษัท รวมถึงพฤติกรรมของผู้คนที่หันมาดูแลสุขภาพมากขึ้น นอกจากนี้การจับมือร่วมกับซิลลิค ฟาร์มา จะเข้ามาช่วยจัดการการติดตามและรับชำระหนี้สำหรับลูกค้ากลุ่มโรงพยาบาล และคลินิก รวมถึงแผนในการวางจำหน่ายยาสามัญใหม่ (New Generic Drugs) 2 รายการ และ สินค้าในกลุ่มโพรไบโอติกส์ (Probiotics products) จะช่วยหนุนยอดขายในปี 2023-25 เป็น 1,459 ลบ. (+13% y-y), 1,637 ลบ. (+12% y-y) และ 1,832 ลบ. (+12% y-y) ตามลำดับ คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 12% CAGR
- 2) อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทปรับตัวดีขึ้นจากการปรับ Product mix มีเน้นการขายผลิตภัณฑ์ที่มีสัดส่วน margin สูง และลดการจำหน่ายสินค้าที่มี margin ต่ำ รวมถึงปรับขนาดทีมขายให้เหมาะกับกลุ่มสินค้า และเพิ่ม New generic drugs ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูง โดยเราประเมิน Gross margin ของปี 2023-25 ที่ 56.6%, 57.4% และ 57.9% ตามลำดับ
- 3) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A to sales) ปี 2023-25 แนวโน้มปรับลดลงเป็น 41.3%, 41.1% และ 40.5% เนื่องจากได้รับประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด (Economy of scale) จากยอดขายที่เร่งตัวขึ้น

**Exhibit 17: Total Revenue (MB)**



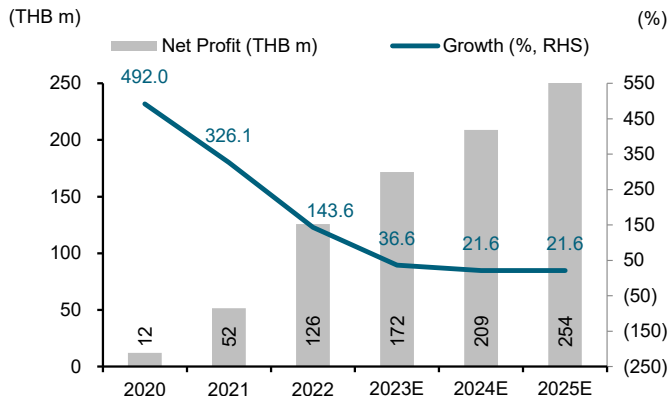
Sources: BLC; FSSIA estimates

**Exhibit 18: Gross Profit (MB)**



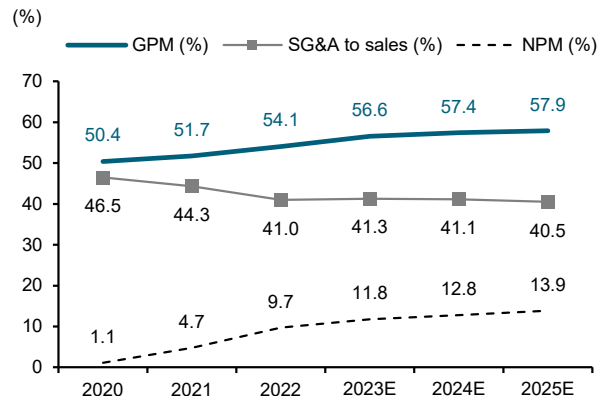
Sources: BLC; FSSIA estimates

**Exhibit 19: Net Profit (MB)**



Sources: BLC; FSSIA estimates

**Exhibit 20: Profitability (%)**



Sources: BLC; FSSIA estimates

## ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ BLC ด้วยวิธี DCF โดยมีสมมติฐานอัตราคิดลด WACC ที่ 7.4% และ Terminal growth ที่ 1% ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2023 ที่ 12.0 บาท คิดเป็น P/E ปี 2023 ที่ 42 เท่า โดยเราประเมินอัตราการเติบโต 3 ปีเฉลี่ย ที่ 26% คิดเป็น PEG ที่ 1.6 เท่า

อย่างไรก็ตามหากบริษัทไม่สามารถวางจำหน่ายกลุ่มยาประเภทยาสามัญใหม่ไม่น้อยกว่า 2 รายการต่อปี รวมถึงหากการก่อสร้างโรงงานผลิตยาอาคารใหม่เลื่อนการก่อสร้างทำให้การขยายการผลิตถูกเลื่อนออกไป ด้วยเหตุปัจจัยต่างๆ เช่นแผนการวิจัย และพัฒนา ติดขัด หรือ กระบวนการผลิต การวางจำหน่ายไม่เป็นไปตามแผน รวมถึงแผนการก่อสร้างโรงงานล่าช้า จะกระทบต่อประมาณการรายได้และกำไรของเรา ส่งผลถึงราคาเหมาะสมของเราได้

### Exhibit 21: DCF Valuation

| Free Cash Flows to the Firm          | 2023        | 2024       | 2025       | 2026       | 2027       | 2028       | 2029       | 2030       | 2031       | 2032       |
|--------------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                      | (THB m)     | (THB m)    | (THB m)    | (THB m)    | (THB m)    | (THB m)    | (THB m)    | (THB m)    | (THB m)    | (THB m)    |
| EBIT                                 | 226         | 270        | 322        | 342        | 406        | 481        | 541        | 609        | 672        | 734        |
| - tax                                | (20)        | (24)       | (30)       | (61)       | (73)       | (88)       | (100)      | (113)      | (125)      | (138)      |
| + Depreciation & amortization        | 55          | 62         | 69         | 76         | 76         | 67         | 69         | 70         | 72         | 74         |
| - Working capital change             | (14)        | (54)       | (61)       | (64)       | (50)       | (80)       | (76)       | (86)       | (80)       | (73)       |
| - Capital expenditures               | (91)        | (46)       | (46)       | (46)       | (46)       | (46)       | (46)       | (46)       | (46)       | (46)       |
| <b>FCFF</b>                          | <b>156</b>  | <b>208</b> | <b>255</b> | <b>247</b> | <b>313</b> | <b>333</b> | <b>387</b> | <b>434</b> | <b>492</b> | <b>551</b> |
| Terminal Value                       |             |            |            |            |            |            |            |            |            | 8,675      |
| Final FCFF                           | 156         | 208        | 255        | 247        | 313        | 333        | 387        | 434        | 492        | 9,226      |
| NPV (Value of the firm)              | 6,877       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Net Cash                             | 364         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Minority interest                    | (13)        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Value of equity                      | 7,228       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| No. of shares                        | 600         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Share price (THB/shares)</b>      | <b>12.0</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Assumptions - Cost of capital</b> | <b>(%)</b>  |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Risk free rate (Rf)                  | 3           |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Return on market (Rm)                | 11          |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Beta                                 | 1.1         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Risk Premium                         | 9           |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Cost of debt                         | 5.2         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Cost of equity                       | 11.5        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Weighted of debt                     | 56          |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Weighted of equity                   | 44          |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Tax Rate                             | 20          |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>WACC</b>                          | <b>7.4</b>  |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Terminal Growth</b>               | <b>1</b>    |            |            |            |            |            |            |            |            |            |

Source: FSSIA estimates

## โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

BLC มีทุนจดทะเบียน 300 ลบ. ทุนที่ออกและชำระแล้ว 240 ลบ. แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 480 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 120 ล้านหุ้น บริษัทจะมีทุนชำระแล้วจำนวน 300 ล้านบาท เป็นหุ้นสามัญจำนวน 600 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท สำหรับการเสนอขายครั้งนี้จำนวนทั้งหมด 150 ล้านหุ้น (คิดเป็น 25% ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดภายหลังการเสนอขาย IPO) แบ่งเป็น หุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 120 ล้านหุ้น คิดเป็น 20% ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้ว และการเสนอขายหุ้นสามัญเดิมของผู้ถือหุ้นเดิมคือ Viva Sonata Pte., Ltd. (เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ เพื่อการลงทุน ถือหุ้นโดยนายสุวิทย์ งามภูพันธ์ 50%, นายสมชัย พิสพทุธาร 25%, และนายศุภชัย สายบัว 25%) จำนวน 30 ล้านหุ้น คิดเป็น 5% ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้ว

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

- 1) เพื่อลงทุนในโครงการในอนาคต ได้แก่ 1.1) ก่อสร้างโรงงานผลิตยาอาคารใหม่  
1.2) วิจัย พัฒนาและผลิตผลิตภัณฑ์ยาแผนปัจจุบัน ประเภทยาสามัญใหม่ 14 รายการ
- 2) เพื่อสำหรับจ่ายคืนหนี้สินเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับที่ปรึกษาทางการเงิน และ/หรือผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย
- 3) เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

### Exhibit 22: โครงสร้างผู้ถือหุ้น

| รายชื่อ/กลุ่มผู้ถือหุ้น     | ก่อนการเสนอขาย IPO<br>ณ วันที่ 30 พ.ย. 2565 |               | หลังการเสนอขาย IPO |               |
|-----------------------------|---|---------------|--------------------|---------------|
|                             | จำนวน (หุ้น)                                | (%)           | จำนวน (หุ้น)       | (%)           |
| 1 กลุ่มผู้ก่อตั้ง           | 365,250,000                                 | 76.1%         | 335,250,000        | 55.9%         |
| นายสุวิทย์ งามภูพันธ์       | 128,250,000                                 | 26.7%         | 128,250,000        | 21.4%         |
| น.ส. สุณิสา มงคลอารีย์พงษ์  | 94,500,000                                  | 19.7%         | 94,500,000         | 15.8%         |
| นายสมชัย พิสพทุธาร          | 90,000,000                                  | 18.8%         | 90,000,000         | 15.0%         |
| นายศุภชัย สายบัว            | 22,500,000                                  | 4.7%          | 22,500,000         | 3.8%          |
| Viva Sonata Pte., Ltd.3     | 30,000,000                                  | 6.3%          | -                  | -             |
| 2 นายพงษ์พันธ์ ปอแก้ว       | 36,000,000                                  | 7.5%          | 36,000,000         | 6.0%          |
| 3 นายปรัชญา วีระชาติวิชชชัย | 22,500,000                                  | 4.7%          | 22,500,000         | 3.8%          |
| 4 นายพลเทพ เสาร์แก้ว        | 22,500,000                                  | 4.7%          | 22,500,000         | 3.8%          |
| 5 นางสุภา เลิศวิไลวิทยา     | 22,500,000                                  | 4.7%          | 22,500,000         | 3.8%          |
| 6 นายธงชัย พานทอง           | 11,250,000                                  | 2.3%          | 11,250,000         | 1.9%          |
| <b>รวม</b>                  | <b>480,000,000</b>                          | <b>100.0%</b> | <b>450,000,000</b> | <b>75.0%</b>  |
| <b>IPO</b>                  | <b>-</b>                                    | <b>-</b>      | <b>150,000,000</b> | <b>25.0%</b>  |
| <b>รวมทั้งหมด</b>           | <b>480,000,000</b>                          | <b>100.0%</b> | <b>600,000,000</b> | <b>100.0%</b> |

Source: BLC

## นโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทฯ และบริษัทย่อยมีนโยบายที่จะจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิจากงบการเงินเฉพาะกิจการ ภายหลังจากภาษีเงินได้นิติบุคคล และภายหลังจากจัดสรรทุนสำรองตามกฎหมาย และข้อบังคับของบริษัทฯ และบริษัทย่อยอย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ โดยจะพิจารณาจากผลการดำเนินงาน แผนการลงทุน ฐานะทางการเงิน สภาพคล่อง แผนการขยายธุรกิจ ความจำเป็นในการใช้เงินหมุนเวียนเพื่อบริหารจัดการและการขยายธุรกิจของบริษัทฯ และบริษัทย่อย ภาวะเศรษฐกิจและความเหมาะสมอื่น ๆ รวมถึงการบริหารงานของบริษัทฯ และบริษัทย่อยในอนาคต

ทั้งนี้ การจ่ายเงินปันผลประจำปีจะต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น เว้นแต่เป็นการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล ซึ่งคณะกรรมการบริษัทมีอำนาจอนุมัติให้ดำเนินการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลได้เป็นครั้งคราว เมื่อเห็นว่า บริษัทฯ และบริษัทย่อยมีกำไรสมควรพอที่จะจ่ายได้โดยไม่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานของบริษัทฯ และบริษัทย่อย โดยให้รายงานการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลดังกล่าวให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นทราบในการประชุมคราวต่อไป



## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันสูง มีสินค้าของคู่แข่งที่ทดแทนกับสินค้าของบริษัทได้

สินค้าประเภทเวชภัณฑ์ของบริษัทฯ จะเป็นประเภทยาสามัญ (Generic Drugs) ซึ่งในปัจจุบันในประเทศไทยมีผู้ประกอบการหลายรายที่มีศักยภาพในการผลิตยาสามัญเหมือนกับบริษัทฯ ไม่ว่าจะเป็นบริษัทเอกชนที่ผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นคนไทย บริษัทต่างชาติที่เป็นตัวแทนนำเข้ายาต้นตำรับหรือยาจดสิทธิบัตร (Original Drug หรือ Patented Drug) มาจำหน่าย หรือหน่วยงานของรัฐ เช่น องค์การเภสัชกรรม อย่างไรก็ตามบริษัทมีแนวทางการลดความเสี่ยง ได้แก่ 1) ที่มีการตลาดเน้นการสื่อสารให้กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย ซึ่งเป็นเจ้าหน้าที่ของร้านค้าเข้าใจถึงความแตกต่างของผลิตภัณฑ์ของบริษัท 2) สร้างความสัมพันธ์อันดีและมีแผนการตลาดที่ชัดเจนสำหรับการขายสินค้า 3) มีการกำหนดผลิตภัณฑ์ที่มีการแข่งขันสูงและมีการจัดทำรายการขายและต้นทุนวัตถุดิบเพื่อเฝ้าติดตามอย่างใกล้ชิด เป็นต้น

### ความเสี่ยงจากการปรับราคาสินค้าได้ยาก

บริษัทมีรายได้จากช่องทางโรงพยาบาลรัฐจะมีข้อจำกัดในการจัดซื้อโดยจะต้องจัดซื้อในราคาอ้างอิงราคากลาง ส่งผลให้บริษัทฯ ไม่สามารถปรับราคาขายยาที่สูงกว่าราคากลางได้ สำหรับผลิตภัณฑ์อื่น ๆ เช่น เวชสำอาง ผลิตภัณฑ์สมุนไพร ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร ในรายการที่มีการแข่งขันสูงบริษัทฯ อาจไม่สามารถปรับราคาสินค้าได้ทันที และอาจส่งผลกระทบต่ออัตราการทำการกำไรของบริษัทได้ อย่างไรก็ตามบริษัทฯ มีการติดตามการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ที่มีความอ่อนไหวต่อการปรับราคาวัตถุดิบอย่างใกล้ชิด และมีการทำประมาณการเพื่อวิเคราะห์ความอ่อนไหวและติดตามผลกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้น รวมถึงทำแผนการสั่งซื้อวัตถุดิบเพื่อสั่งซื้อในปริมาณที่สามารถตรงกับผู้ขายวัตถุดิบได้

### ความเสี่ยงจากวัตถุดิบ บรรจุภัณฑ์ขาดแคลน

จากสถานการณ์ COVID-19 หรือ สงครามรัสเซีย-ยูเครน ส่งผลกระทบต่อราคาวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์ให้ปรับตัวสูงขึ้น ทำให้ผู้ประกอบการต่าง ๆ รวมถึงบริษัทฯ มีความจำเป็นต้องสำรองสินค้าในคลังเพื่อรองรับแผนการผลิต อย่างไรก็ตาม บริษัทมีการจัดทำรายการผลิตภัณฑ์ที่มีความอ่อนไหวต่อการปรับราคาและอัตราการทำการกำไรขั้นต้นสูง โดยผลิตภัณฑ์เหล่านี้ต้องมีวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์เพียงพอต่อการผลิตตลอดเวลา กำหนดให้มีการติดตามอย่างใกล้ชิด และรายงานสถานะต่อฝ่ายที่เกี่ยวข้องทุกสัปดาห์

### ความเสี่ยงจากการบริหารสินค้าคงเหลือและการรับคืนสินค้า

เนื่องจากสินค้าคงคลังที่หมดอายุหรือเสื่อมสภาพจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัท โดยบริษัทฯ มีนโยบายรับคืนสินค้าโดยยึดจากวันที่ในใบแจ้งหนี้ และมีนโยบายรับคืนสินค้าหมดอายุตามมูลค่า 100% โดยยึดวันที่หมดอายุภายในเดือนที่รับสินค้าเป็นหลัก ทั้งนี้ ต้องเป็นการรับคืนสินค้าที่ขายไปไม่เกิน 2 ปี ตามปีปฏิทิน เพื่อป้องกันการรับคืนสินค้าใกล้หมดอายุหรือหมดอายุแล้วกลับเข้าคลัง กรณีลูกค้าสั่งซื้อจำนวนมากและไม่สามารถขายได้หมด อย่างไรก็ตาม บริษัทมีการสื่อสารให้ลูกค้าทุกกลุ่มทราบถึงนโยบายการรับคืนสินค้า ควบคุมและติดตามการรับคืนสินค้าทุกรายการให้เป็นไปตามนโยบายรับคืนสินค้าอย่างเคร่งครัด โดยจะไม่รับคืนสินค้าสำหรับสินค้าที่ขายไปแล้วเกิน 2 ปี ตามปีปฏิทิน ตรวจสอบและกำหนดรายการสินค้าที่มีการสั่งซื้อซ้ำน้อย รวมถึงตรวจสอบประวัติการสั่งซื้อของลูกค้า เพื่อที่เวลาลูกค้ามาสั่งซื้อซ้ำ จะสามารถตรวจสอบได้ว่ามีแนวโน้มสั่งซื้อไปเกินความต้องการหรือไม่ เพื่อลดสินค้าค้างในคลังของลูกค้า

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงบุคลากรที่มีความรู้เฉพาะด้าน (เภสัชกร, นักวิทยาศาสตร์)

บริษัทฯ มีบุคลากรที่เป็นเภสัชกรและนักวิทยาศาสตร์มากกว่า 100 คน หากบริษัทฯ ไม่สามารถรักษาบุคลากรกลุ่มนี้ไว้ได้ หรือไม่สามารถหาบุคลากรทดแทนรายเดิมที่ลาออกไป อาจส่งผลกระทบต่อคุณภาพและจำนวนงานวิจัยและพัฒนา รวมถึงคุณภาพของการประกันคุณภาพ การควบคุมคุณภาพต่าง ๆ ของสินค้าของบริษัทฯ ด้วย อย่างไรก็ตามบริษัทมีการกำหนดกระบวนการคัดสรรเภสัชกรและนักวิทยาศาสตร์ให้ตรงกับลักษณะงาน รวมถึงค่าตอบแทนและผลประโยชน์ต่างๆ ให้แข่งขันกับตลาดได้

### ความเสี่ยงจากการวิจัย พัฒนาและการผลิตยาสามัญใหม่ (New Generic Drugs)

บริษัทตั้งเป้าในการวางจำหน่ายไม่น้อยกว่า 2 รายการต่อปี ซึ่งหากบริษัทฯ ไม่สามารถวางจำหน่ายยาสามัญใหม่ไม่น้อยกว่า 2 รายการต่อปี ด้วยเหตุปัจจัยต่างๆ เช่น แผนการวิจัย และพัฒนา ดัดขัด หรือ กระบวนการผลิต การวางจำหน่ายไม่เป็นไปตามแผน จะกระทบต่อประมาณการรายได้และกำไรของเรา ส่งผลถึงราคาเหมาะสมของเราได้

## Appendix

### Company Overview

BLC ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายเวชภัณฑ์ เวชสำอาง เวชภัณฑ์สำหรับสัตว์ ผลิตภัณฑ์สมุนไพร และผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร ก่อตั้งเมื่อ 30 กันยายน 2535 โดยเภสัชกร 3 ท่าน คือ ภก.สุวิทย์ งามภูพันธ์ ภก.ศุภชัย สายบัว และภก.สมชัย พิศพุฑธาร โดยบริษัทได้รับรองมาตรฐานด้านคุณภาพและการจัดการในหลายด้านเพื่อสร้างความมั่นใจในผลิตภัณฑ์ให้กับลูกค้าและผู้บริโภค กลุ่มสินค้าของบริษัทแบ่งเป็นดังนี้ 1) กลุ่มผลิตภัณฑ์ยา (Pharmaceuticals) ได้แก่ ผลิตภัณฑ์ยาแผนปัจจุบัน ประเภทยาสามัญและยาสามัญใหม่ (Generics Drugs and New Generic Drugs) ผลิตภัณฑ์ยาสมุนไพร (Herbal Medicines) และ ผลิตภัณฑ์ยาสำหรับสัตว์ (Animal Medicines) และ 2) ผลิตภัณฑ์สุขภาพอื่นๆ (Other Health-Related Products) ได้แก่ เครื่องสำอาง (Cosmetics) ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร (Food Supplements) และผลิตภัณฑ์อื่น ๆ

ปัจจุบันบริษัทมีสัดส่วนรายได้หลัก 80-84% เป็นกลุ่มสินค้าประเภทยา และอีก 16-20% เป็นกลุ่มผลิตภัณฑ์อื่นๆ ขณะที่ช่องทางในการขายของบริษัทแบ่งเป็น ร้านขายยา 50-51%, โรงพยาบาล 32-34%, ผู้ประกอบการฟาร์มาซูติคัล 6-8%, ผ่านตัวแทนจำหน่ายในต่างประเทศ 6%, ร้านค้าปลีกสมัยใหม่ 3% และอื่นๆ 1% โดยปัจจุบันบริษัทมีโรงงาน 1 แห่ง ตั้งอยู่ที่จังหวัดราชบุรี ซึ่งใช้ผลิตผลิตภัณฑ์ยาแผนปัจจุบัน ประเภทยาสามัญ และยาสามัญใหม่ ผลิตภัณฑ์ยาสมุนไพร ผลิตภัณฑ์ยาสำหรับสัตว์ เครื่องสำอาง ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร และอื่น ๆ

ด้วยประสบการณ์กว่า 30 ปี ของทีมผู้บริหาร รวมถึงมีบุคลากรที่เป็นเภสัชกรและนักวิทยาศาสตร์กว่า 100 คน และมีโรงงานผลิตเป็นของตนเอง ทำให้บริษัทมีความเชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมยา รับผลดีจากแนวโน้มการเป็นสังคมผู้สูงอายุ และการป่วยของโรค Non-Communicable Diseases (NCDs) ที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ทำให้บริษัทเล็งเห็นถึงการเติบโตในกลุ่มยาแผนปัจจุบันประเภทยาสามัญใหม่ (New Generic Drugs) และได้วางแผนวิจัยและพัฒนาอย่างต่อเนื่อง โดยจะนำเงินที่ได้จาก IPO ครั้งนี้เพื่อก่อสร้างโรงงานใหม่เพื่อขยายกำลังการผลิต รวมถึงนำเงินมาเพื่อวิจัย พัฒนาและผลิตผลิตภัณฑ์ยาแผนปัจจุบัน ประเภทยาสามัญใหม่ 14 รายการ เพื่อรองรับการเติบโตของยาในกลุ่มของโรค NCDs

### Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ BLC ด้วยวิธี DCF โดยมีสมมติฐานอัตราคิดลด WACC ที่ 7.4% และ Terminal growth ที่ 1% ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2023 ที่ 12.0 บาท คิดเป็น P/E ปี 2023 ที่ 42 เท่า โดยเราประเมินอัตราการเติบโต 3 ปีเฉลี่ย ที่ 26% คิดเป็น PEG ที่ 1.6 เท่า

## ESG

### Environment

- บริษัทตระหนักถึงความสำคัญของภาวะโลกร้อน และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในปัจจุบัน จึงได้กำหนดกลยุทธ์ในการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกโดยการใช้พลังงานทดแทนจากแสงอาทิตย์, การปรับปรุงระบบการขนส่งสินค้า (Logistic) โดยดำเนินการจัดเรียงเส้นทางขนส่งให้มีประสิทธิภาพ และเลือกใช้เครื่องจักรหรือเครื่องมือที่มีคุณภาพและประหยัดพลังงาน
- ด้านการจัดการขยะ น้ำเสีย และมลพิษ บริษัทจัดการด้วยวิธีการที่ถูกต้องตามหลักวิชาการ และภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายและมาตรฐานของประเทศ โดยการลดการกำจัดขยะด้วยวิธีการฝังกลบ เพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก เลือกเครื่องจักรที่ก่อให้เกิดของเสียน้อยที่สุด มีการแยกขยะก่อนการนำส่งให้หน่วยงานเก็บขยะต่อไป

### Social

- บริษัทมุ่งเน้นการประกอบธุรกิจด้วยความเป็นธรรมด้วยความซื่อสัตย์ เป็นธรรม มีจรรยาบรรณ และตั้งมั่นที่จะแข่งขันทางธุรกิจอย่างเป็นธรรมตามจรรยาบรรณ กฎหมาย และการแข่งขันอย่างเสมอภาคกัน รวมถึงปฏิเสธพฤติกรรมใด ๆ ก็ตามที่ขัดขวางการแข่งขันอย่างเป็นธรรม เช่น การแสวงหาข้อมูลที่เป็นความลับของคู่แข่งทางการค้า การเรียกรับ และให้ผลประโยชน์ใด ๆ ที่ไม่สุจริตทางการค้า เป็นต้น
- กลุ่มบริษัทมีความมุ่งมั่นในการขับเคลื่อนการพัฒนาเพื่อยกระดับคุณภาพชีวิต และความเป็นอยู่ที่ดีให้กับชุมชน และสังคมโดยรอบบริษัทได้ดำเนินงานด้านกิจกรรมเพื่อสังคมอย่างต่อเนื่อง และมุ่งหวังให้ชุมชนและสังคม เติบโตอย่างยั่งยืนควบคู่ไปกับการเจริญเติบโตของบริษัท
- กลุ่มบริษัทให้ความสำคัญกับประเด็นด้านสุขภาพและความปลอดภัยของผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกลุ่มบริษัท ตลอดจนพนักงานของบริษัท โดยมิโครงการและกิจกรรมเพื่อสังคมด้านสุขภาพและความปลอดภัยต่างๆ

### Governance

- บริษัทมุ่งมั่นดำเนินธุรกิจอย่างถูกต้อง ด้วยความสุจริต เป็นธรรม โปร่งใส เปิดเผยข้อมูลที่สำคัญ และสามารถตรวจสอบได้ ซึ่งจะคำนึงถึงผลประโยชน์ และผลกระทบต่อผู้ถือหุ้น ลูกค้า คู่ค้า พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย รวมถึงมีการแบ่งปันผลประโยชน์อย่างเหมาะสมและเป็นธรรม
- ดำเนินธุรกิจด้วยความโปร่งใสและตระหนักถึงความสำคัญในเรื่องการต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชันทุกรูปแบบ
- บริษัทจัดทำนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยคณะกรรมการบริษัทจะทบทวนและสอบทานนโยบายการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มบริษัท อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง

## Financial Statements

Bangkok Lab and Cosmetic

| Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec           | 2021       | 2022       | 2023E      | 2024E      | 2025E        |
|---|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Revenue   | 1,087      | 1,296      | 1,459      | 1,637      | 1,832        |
| Cost of goods sold                                | (525)      | (595)      | (634)      | (697)      | (771)        |
| <b>Gross profit</b>                               | <b>563</b> | <b>701</b> | <b>826</b> | <b>940</b> | <b>1,061</b> |
| Other operating income                            | 8          | 3          | 3          | 3          | 4            |
| Operating costs                                   | (482)      | (532)      | (603)      | (674)      | (742)        |
| <b>Operating EBITDA</b>                           | <b>136</b> | <b>222</b> | <b>280</b> | <b>332</b> | <b>391</b>   |
| Depreciation                                      | (47)       | (50)       | (55)       | (62)       | (69)         |
| Goodwill amortisation                             | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            |
| <b>Operating EBIT</b>                             | <b>89</b>  | <b>173</b> | <b>226</b> | <b>270</b> | <b>322</b>   |
| Net financing costs                               | (28)       | (28)       | (30)       | (33)       | (35)         |
| Associates  | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            |
| Recurring non-operating income                    | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            |
| Non-recurring items                               | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            |
| <b>Profit before tax</b>                          | <b>61</b>  | <b>145</b> | <b>196</b> | <b>237</b> | <b>287</b>   |
| Tax   | (9)        | (15)       | (20)       | (24)       | (30)         |
| <b>Profit after tax</b>                           | <b>51</b>  | <b>130</b> | <b>176</b> | <b>213</b> | <b>258</b>   |
| Minority interests                                | 0          | (4)        | (4)        | (4)        | (4)          |
| Preferred dividends                               | -          | -          | -          | -          | -            |
| Other items                                       | -          | -          | -          | -          | -            |
| <b>Reported net profit</b>                        | <b>52</b>  | <b>126</b> | <b>172</b> | <b>209</b> | <b>254</b>   |
| <b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>   | <b>-</b>   | <b>-</b>   | <b>-</b>   | <b>-</b>   | <b>-</b>     |
| <b>Recurring net profit</b>                       | <b>52</b>  | <b>126</b> | <b>172</b> | <b>209</b> | <b>254</b>   |
| <b>Per share (THB)</b>                            |            |            |            |            |              |
| Recurring EPS *                                   | 25.80      | 0.26       | 0.29       | 0.35       | 0.42         |
| Reported EPS                                      | 25.80      | 0.26       | 0.29       | 0.35       | 0.42         |
| DPS   | 70.00      | 0.20       | 0.11       | 0.14       | 0.17         |
| Diluted shares (used to calculate per share data) | 2          | 480        | 600        | 600        | 600          |
| <b>Growth</b>                                     |            |            |            |            |              |
| Revenue (%)                                       | 0.6        | 19.2       | 12.6       | 12.2       | 11.9         |
| Operating EBITDA (%)                              | 51.6       | 63.5       | 26.1       | 18.3       | 17.9         |
| Operating EBIT (%)                                | 94.6       | 94.4       | 30.7       | 19.5       | 19.4         |
| Recurring EPS (%)                                 | 283.5      | (99.0)     | 9.3        | 21.6       | 21.6         |
| Reported EPS (%)                                  | 283.5      | (99.0)     | 9.3        | 21.6       | 21.6         |
| <b>Operating performance</b>                      |            |            |            |            |              |
| Gross margin inc. depreciation (%)                | 51.7       | 54.1       | 56.6       | 57.4       | 57.9         |
| Gross margin exc. depreciation (%)                | 56.1       | 57.9       | 60.3       | 61.2       | 61.7         |
| Operating EBITDA margin (%)                       | 12.5       | 17.2       | 19.2       | 20.3       | 21.3         |
| Operating EBIT margin (%)                         | 8.2        | 13.3       | 15.5       | 16.5       | 17.6         |
| Net margin (%)                                    | 4.7        | 9.7        | 11.8       | 12.8       | 13.9         |
| Effective tax rate (%)                            | 15.5       | 10.3       | 10.3       | 10.3       | 10.3         |
| Dividend payout on recurring profit (%)           | 271.3      | 74.8       | 38.6       | 40.0       | 40.0         |
| Interest cover (X)                                | 3.1        | 6.1        | 7.5        | 8.2        | 9.2          |
| Inventory days                                    | 261.1      | 248.9      | 251.0      | 239.0      | 238.5        |
| Debtor days                                       | 91.8       | 79.1       | 77.3       | 74.8       | 74.9         |
| Creditor days                                     | 87.9       | 86.6       | 91.6       | 83.1       | 82.9         |
| Operating ROIC (%)                                | 9.1        | 16.8       | 21.2       | 24.3       | (7.0)        |
| ROIC (%)  | 8.3        | 15.5       | 19.5       | 22.3       | (6.4)        |
| ROE (%)   | 31.9       | 53.9       | 23.9       | 16.9       | 18.5         |
| ROA (%)   | 6.9        | 13.3       | 11.7       | 10.4       | 9.9          |
| * Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted |            |            |            |            |              |
| <b>Revenue by Division (THB m)</b>                |            |            |            |            |              |
| Pharma Med  | 753        | 922        | 1,062      | 1,216      | 1,384        |
| Cosmeceutical                                     | 145        | 160        | 170        | 180        | 191          |
| Veterinary Med                                    | 80         | 76         | 79         | 83         | 86           |
| Health food                                       | 28         | 33         | 36         | 40         | 43           |

Sources: Bangkok Lab and Cosmetic; FSSIA estimates

## Financial Statements

Bangkok Lab and Cosmetic

| Cash Flow (THB m) Year Ending Dec  | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Recurring net profit   | 52           | 126          | 172          | 209          | 254          |
| Depreciation   | 47           | 50           | 55           | 62           | 69           |
| Associates & minorities  | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Other non-cash items   | (8)          | 14           | 17           | 16           | 17           |
| Change in working capital  | 8            | (21)         | (13)         | (53)         | (60)         |
| <b>Cash flow from operations</b>   | <b>99</b>    | <b>168</b>   | <b>230</b>   | <b>233</b>   | <b>279</b>   |
| Capex - maintenance  | -            | -            | -            | -            | -            |
| Capex - new investment   | (99)         | (49)         | (90)         | (45)         | (45)         |
| Net acquisitions & disposals   | -            | -            | -            | -            | -            |
| Other investments (net)  | 0            | (8)          | 0            | 0            | 0            |
| <b>Cash flow from investing</b>  | <b>(99)</b>  | <b>(56)</b>  | <b>(91)</b>  | <b>(46)</b>  | <b>(46)</b>  |
| Dividends paid   | (29)         | (96)         | (52)         | (84)         | (102)        |
| Equity finance   | 20           | 45           | 783          | 0            | 0            |
| Debt finance   | (21)         | (27)         | 59           | 41           | 40           |
| Other financing cash flows   | 30           | (4)          | 0            | 0            | 0            |
| <b>Cash flow from financing</b>  | <b>0</b>     | <b>(82)</b>  | <b>789</b>   | <b>(43)</b>  | <b>(61)</b>  |
| Non-recurring cash flows   | -            | -            | -            | -            | -            |
| Other adjustments  | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Net other adjustments</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>Movement in cash</b>  | <b>(1)</b>   | <b>30</b>    | <b>929</b>   | <b>144</b>   | <b>172</b>   |
| Free cash flow to firm (FCFF)  | 28.05        | 140.07       | 169.60       | 219.69       | 268.28       |
| Free cash flow to equity (FCFE)  | 8.91         | 81.22        | 198.37       | 227.60       | 273.34       |
| <b>Per share (THB)</b>   |              |              |              |              |              |
| FCFF per share   | 0.05         | 0.23         | 0.28         | 0.37         | 0.45         |
| FCFE per share   | 0.01         | 0.14         | 0.33         | 0.38         | 0.46         |
| Recurring cash flow per share  | 45.34        | 0.39         | 0.41         | 0.48         | 0.57         |
| <b>Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec</b>   |              |              |              |              |              |
| Tangible fixed assets (gross)  | 937          | 952          | 1,042        | 1,087        | 1,131        |
| Less: Accumulated depreciation   | (552)        | (568)        | (623)        | (684)        | (753)        |
| <b>Tangible fixed assets (net)</b>   | <b>384</b>   | <b>384</b>   | <b>419</b>   | <b>402</b>   | <b>379</b>   |
| <b>Intangible fixed assets (net)</b>   | <b>5</b>     | <b>4</b>     | <b>5</b>     | <b>5</b>     | <b>6</b>     |
| Long-term financial assets   | -            | -            | -            | -            | -            |
| Invest. in associates & subsidiaries   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Cash & equivalents   | 8            | 38           | 967          | 1,111        | 1,282        |
| A/C receivable   | 268          | 312          | 327          | 367          | 411          |
| Inventories  | 344          | 400          | 396          | 436          | 482          |
| Other current assets   | 5            | 7            | 8            | 9            | 10           |
| <b>Current assets</b>  | <b>624</b>   | <b>757</b>   | <b>1,698</b> | <b>1,922</b> | <b>2,185</b> |
| Other assets   | 65           | 68           | 73           | 78           | 84           |
| <b>Total assets</b>  | <b>1,079</b> | <b>1,213</b> | <b>2,195</b> | <b>2,408</b> | <b>2,653</b> |
| Common equity  | 198          | 268          | 1,170        | 1,296        | 1,448        |
| Minorities etc.  | 9            | 13           | 13           | 13           | 13           |
| <b>Total shareholders' equity</b>  | <b>207</b>   | <b>282</b>   | <b>1,184</b> | <b>1,309</b> | <b>1,461</b> |
| Long term debt   | 107          | 104          | 108          | 122          | 136          |
| Other long-term liabilities  | 115          | 113          | 130          | 146          | 164          |
| <b>Long-term liabilities</b>   | <b>222</b>   | <b>216</b>   | <b>239</b>   | <b>268</b>   | <b>300</b>   |
| A/C payable  | 164          | 246          | 245          | 272          | 302          |
| Short term debt  | 464          | 440          | 495          | 522          | 548          |
| Other current liabilities  | 21           | 29           | 33           | 37           | 42           |
| <b>Current liabilities</b>   | <b>650</b>   | <b>715</b>   | <b>773</b>   | <b>831</b>   | <b>892</b>   |
| <b>Total liabilities and shareholders' equity</b>  | <b>1,079</b> | <b>1,213</b> | <b>2,195</b> | <b>2,408</b> | <b>2,653</b> |
| Net working capital  | 431          | 445          | 453          | 503          | 558          |
| Invested capital   | 885          | 900          | 950          | 988          | 1,027        |
| * Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt   |              |              |              |              |              |
| <b>Per share (THB)</b>   |              |              |              |              |              |
| Book value per share   | 99.14        | 0.56         | 1.95         | 2.16         | 2.41         |
| Tangible book value per share  | 96.86        | 0.55         | 1.94         | 2.15         | 2.40         |
| <b>Financial strength</b>  |              |              |              |              |              |
| Net debt/equity (%)  | 272.3        | 179.8        | (30.7)       | (35.7)       | (41.0)       |
| Net debt/total assets (%)  | 52.2         | 41.7         | (16.6)       | (19.4)       | (22.6)       |
| Current ratio (x)  | 1.0          | 1.1          | 2.2          | 2.3          | 2.5          |
| CF interest cover (x)  | 4.8          | 5.6          | 10.6         | 9.3          | 10.1         |
| <b>Valuation</b>   |              |              |              |              |              |
| <b>Recurring P/E (x) *</b>   | <b>0.4</b>   | <b>40.1</b>  | <b>36.7</b>  | <b>30.2</b>  | <b>24.8</b>  |
| <b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>  | <b>0.5</b>   | <b>45.8</b>  | <b>41.9</b>  | <b>34.5</b>  | <b>28.4</b>  |
| Reported P/E (x)   | 0.4          | 40.1         | 36.7         | 30.2         | 24.8         |
| Dividend yield (%)   | 666.7        | 1.9          | 1.1          | 1.3          | 1.6          |
| Price/book (x)   | 0.1          | 18.8         | 5.4          | 4.9          | 4.4          |
| Price/tangible book (x)  | 0.1          | 19.1         | 5.4          | 4.9          | 4.4          |
| EV/EBITDA (x) **   | 4.4          | 25.0         | 21.2         | 17.6         | 14.6         |
| EV/EBITDA @ target price (x) **  | 4.4          | 28.2         | 24.4         | 20.3         | 16.9         |
| EV/invested capital (x)  | 0.7          | 6.2          | 6.3          | 5.9          | 5.6          |
| * Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income |              |              |              |              |              |

Sources: Bangkok Lab and Cosmetic; FSSIA estimates

## Public disclosures related to sustainable development evaluation of Thai listed companies

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**" by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD); 2) "**AGM Checklist**" by the Thai Investors Association (TIA), a "**CAC certified member**" of the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC); and 3) **Sustainability Investment List (THSI)** by the Stock Exchange of Thailand. The ratings are updated on an annual basis. FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

### CG Score by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)<sup>1</sup>

The CG Score indicates corporate governance (CG) strength in the sustainable development of Thai listed companies. Annually, the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET), surveys and assesses the CG practices of companies and publishes the results on the Thai IOD website in a bid to promote and enhance the CG of Thai listed companies in order to promote compliance with international standards for better investment decisions. The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations, as of the date appearing in the report, and may be changed after that date.

The five underlying categories and weighting used for the CG scoring in 2022 include the rights of shareholders and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined), the role of stakeholders (25%), disclosure and transparency (15%), and board responsibilities (35%).

The CGR report rates CG in six categories: 5 for Excellent (score range 90-100), 4 for Very Good (score range 80-89), 3 for Good (Score range 70-79), 2 for Fair (score range 60-69), 1 for Pass (score range 60-69), and not rated (score below 50).

### AGM Checklist by the Thai Investors Association (TIA)<sup>2</sup>

The "**AGM Checklist**" quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and the extent to which information is sufficiently disclosed and the level of its transparency. All the considered factors form important elements of two out of five the CG components. Annually, the TIA, with support from the SEC, leads the project to evaluate the quality of Annual General Meetings of Shareholders (AGMs) and to rate quality of the meetings.

The Checklist contains the minimum requirements under law that companies must comply with, or best practices according to international CG guidance. Representatives of the TIA will attend the meetings and perform the evaluation. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating of how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.

The results are classified into four categories: 5 for Excellent (score 100), 4 for Very Good (score 90-99), 3 for Fair (score 80-89), and not rated (score below 79).

### CAC certified member by the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)<sup>3</sup>

A CAC certified member is a listed company whose Checklist satisfies the CAC Certification's criteria and is approved by the CAC Council. The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. Note that the CAC does not certify the behaviour of the employees nor whether the companies have engaged in bribery, and Certification is good for three years.

Companies deciding to become a CAC certified member start with by submitting a Declaration of Intent signed by the Chairman of the Board to kick off the 18-month deadline for companies to submit the CAC Checklist for Certification. The 18-month provision is for risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.

The checklist document will be reviewed by the CAC Certification Committee for adequate information and evidence. It is worth noting that the committee consists of nine professionals in business law, corporate governance, internal audit, financial audit and experienced representatives from certified members.

A passed Checklist will move on to the CAC Council for granting certification approvals. The CAC Council consists of twelve prominent individuals who are highly respected in professionalism and ethical achievements. Among them are former ministers, a former central bank governor, the former head of the Thai Listed Companies Association, Chairman of Anti-Corruption Organizations (Thailand), Chairman of Thai Institute of Directors, and reputable academic scholars.

### Sustainability Investment (THSI)<sup>4</sup> by the Stock Exchange of Thailand (SET)

Thailand Sustainability Investment (THSI) quantifies responsibility in Environmental, and Social issues, by managing business with transparency in Governance. The THSI serves as another choice for investors who desire to adopt a responsible investment approach, according to the SET.

Annually, the SET will announce the voluntary participation of the company candidates which pass the preemptive criteria, and whose two key crucial conditions are met, i.e. no irregular trading of the board members and executives and a free float of >150 by the number of shareholders, and combined holding must >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include a CG score of below 70%; independent directors and free float violation; executives' wrongdoing related to CG, social and environmental impacts, equity in negative territory, and earnings in the red for more than three years in the last five years. To become eligible for THSI, the candidate must pass three indicators in data declaration: Economic (CG, risk management, customer relation management, supply chain management, and innovation); Environmental (environmental management, eco-efficiency, and climate risk); Social (human rights, talent attraction, operational health & safety, community development, and stakeholder engagement); and the incorporation of ESG in business operations.

To be approved for THSI inclusion, verified data must be scored at a 50% minimum for each indicator, unless the company is a part of the Dow Jones Sustainability Indices<sup>5</sup> (DJSI) during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality.

Note that, from the THSI list, the SET further developed a sustainability SETTHSI Index in June 2018 from selected THSI companies whose 1) market capitalisation > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.

Sources: SEC; Thai IOD; Thai CAC; SET; FSSIA's compilation

#### Disclaimer:

<sup>1</sup> Thai Institute of Directors Association (Thai IOD) was established in December 1999 and is a membership organisation that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

<sup>2</sup> Thai Investors Association (TIA) was established in 1983 with a mission to promote investment knowledge and to protect the investment rights of Thai investors. In 2002, the association was appointed by the Securities and Exchange Commission (SEC) to represent individual shareholders. To obtain information for evaluation, the association recruits volunteer investors to join AGMs and score the meetings. Weightings for each meeting are at a 45:45:10 ratio. They have been applied since 2017 and subject to change.

<sup>3</sup> Thai Private Sector Collective Action against Corruption (CAC) was founded in 2010 and is 100% privately funded. It is an initiative by the Thai private sector to take part in tackling corruption problems via collective action. The CAC promotes the implementation of effective anti-corruption policies in order to create a transparent business ecosystem by developing a unique certification program for large/medium/small companies to apply for and to control corruption risk systematically and efficiently. The CAC's operations are sponsored by the US-based Center for Private Enterprise (CIPE) and the UK Prosperity Fund.

<sup>4</sup> Sustainability Investment List (THSI), created by the Stock Exchange of Thailand in 2015, comprises the listed companies that conduct sustainable business operations.

<sup>5</sup> Dow Jones Sustainability Indices – Wikipedia – Launched in 1999, DJSI evaluates the sustainability performance of companies based on corporate economic, environmental, and social performance.

## GENERAL DISCLAIMER

### ANALYST(S) CERTIFICATION

#### Jitra Amornthum 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  $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$ .

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.