

AESTHETIC CONNECT TRP TB

THAILAND / SERVICES

ธีรพรคลินิก ผู้นำตลาดยกรรมความงามใบหน้า

TARGET PRICE
IPO PRICETHB26.00
THB14.00

- TRP มีประสบการณ์ยาวนานกว่า 33 ปี มีรายได้หลักจากการทำศัลยกรรมใบหน้า โดยมีผู้นำทีมแพทย์และที่ปรึกษาคือ ผศ.นพ.ชลธิศ สินรัชตานันท์
- เงินจาก IPO จะนำมาก่อสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่ เพิ่มห้องผ่าตัดเป็น 12 ห้อง
- คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024 +24% y-y และคาด 3 ปีโตเฉลี่ย 17.1% ราคาเป้าหมาย 26 บาท

ธีรพรคลินิกอยู่ในแวดวงศัลยกรรมความงามกว่า 33 ปี

TRP ดำเนินธุรกิจสถานพยาบาลด้านคลินิกเวชกรรมภายใต้ชื่อ “ธีรพรคลินิก” เพื่อให้บริการศัลยกรรมความงามบนใบหน้า เช่น การผ่าตัดตึงหน้า (Face-Lock) การผ่าตัดตาสองชั้น การผ่าตัดเสริมจมูก และบำรุงผิวพรรณ บริษัทมีประสบการณ์มายาวนานกว่า 33 ปี ปัจจุบันมีทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ 26 คน บริษัทมีรายได้หลักจากการให้บริการศัลยกรรม 92.5% ของรายได้ให้บริการรวมงวด 1H23 โดยมาจากศัลยกรรมผ่าตัดตึงหน้ามากที่สุด 64% รองมาคือ ผ่าตัดตา 18.7% และผ่าตัดจมูก 4.2%

จุดแข็งคือ ผู้ก่อตั้งและทีมแพทย์ ส่วนกลยุทธ์หลักคือเน้นคุณภาพ

ผู้ก่อตั้งคือ นาวาโทหญิงสุวรรณี จิระยั้งยืนี ร.น. และครอบครัว และมีผู้นำทีมแพทย์และที่ปรึกษาคือ ผศ.นพ.ชลธิศ สินรัชตานันท์ อดีตนายกสมาคมศัลยกรรมตกแต่งใบหน้าแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นผู้ที่มีประสบการณ์ ความเชี่ยวชาญ และมีชื่อเสียงในวงการมายาวนาน อีกทั้งยังเป็นทีปรึกษา และเป็นอาจารย์ถ่ายทอดความรู้เทคนิคให้แก่ทีมแพทย์ บริษัทเน้นกลยุทธ์หลักคือ เน้นที่คุณภาพ ทั้งทีมแพทย์ และการให้บริการที่น่าเชื่อถือ ด้วยผลงานในอดีตเป็นที่ยอมรับอย่างกว้างขวางว่าบริษัทคือ ผู้นำในนวัตกรรมด้านศัลยกรรมตกแต่งความงามบนใบหน้า โดยอาศัยการบอกปากต่อปากของลูกค้า (Word of mouth) และไม่ใช่นโยบายการแข่งขันด้วยการลดราคาค่าบริการ

คาดการณ์กำไรปี 2023 จะอ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 210 ลบ. (-22.3% y-y) เนื่องจากฐานสูงในปี 2022 ที่มีกำไรโตแรง +139% y-y เพราะลูกค้าเร่งกลับมาใช้บริการ หลังโควิดคลี่คลาย และคาดการณ์กำไรปี 2024 จะกลับมาฟื้นตัว +24% y-y มาอยู่ที่ 260 ลบ. เราคาดว่าจำนวนลูกค้ามาใช้บริการจะเพิ่มขึ้นราว 18% y-y ส่วนหนึ่งคาดเห็นผลบวกของการเป็นที่รู้จักมากยิ่งขึ้นหลังเข้าตลาดฯ และชื่อเสียงที่ดีของบริษัท โดยคาดการณ์กำไรสุทธิ 3 ปีข้างหน้า (2024-26) จะโตเฉลี่ย 17.1% CAGR สอดคล้องกับคาดการณ์การเติบโตของตลาดศัลยกรรมความงามในไทยในอนาคต ทั้งนี้บริษัทอยู่ระหว่างสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่ คาดเริ่ม Operate ใน 4Q24 จำนวนห้องผ่าตัดจะเพิ่มเป็น 12 ห้อง จากปัจจุบัน 6 ห้อง

ราคาเป้าหมายปี 2024 เท่ากับ 26 บาท ประเมินด้วยวิธี DCF (WACC 7.8%, Risk Premium 7.2%, Terminal Growth 3%) เทียบเท่ากับ PE 2024 ที่ 35 เท่า ใกล้เคียงกับ Forward PE ปี 2024 ของ MASTER ซึ่งเรามองว่าเป็น 2 บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2024 เท่ากับ 26 บาท

ราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 26 บาท ประเมินด้วยวิธี DCF (WACC 7.8%, Risk Premium 7.2%, Terminal Growth 3%) เทียบเท่ากับ PE 2024 ที่ 35 เท่า ใกล้เคียงกับ Forward PE ปี 2024 ของ MASTER ซึ่งเรามองว่าเป็น 2 บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	854	762	915	1,050
Net profit	270	210	260	297
EPS (THB)	1.04	0.60	0.74	0.85
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	356	319	431	495
Recurring net profit	270	210	260	297
Core EPS (THB)	1.04	0.60	0.74	0.85
EPS growth (%)	138.7	(42.3)	23.9	14.2

Core P/E (x)	13.5	23.3	18.8	16.5
Dividend yield (%)	7.3	2.6	3.2	3.6
EV/EBITDA (x)	9.6	11.0	8.8	7.6
Price/book (x)	6.4	2.3	2.2	2.1
Net debt/Equity (%)	(39.0)	(65.5)	(49.7)	(49.5)
ROE (%)	58.2	15.6	12.0	13.0

TRP's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	260 ล้านหุ้น
Share offering	90 ล้านหุ้น คิดเป็น 25.71% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) เงินทุนสำหรับก่อสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่ 2) เพื่อจัดซื้อเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์ 3) เพื่อชำระคืนเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน 4) เงินทุนหมุนเวียนในกิจการ
Financial advisor	Capital One Partners
Lead Underwriter	Globex Securities

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED JOIN AS A CO-UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF AESTHETIC CONNECT PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF TRP BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY CAPITAL ONE PARTNERS



Sureporn Teewasuwet

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 040694
sureporn.t@fssia.com, +66 2646 9972

สารบัญ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ	3
ประเภทการให้บริการแบ่งเป็น 3 กลุ่ม รายได้มากที่สุดคือ ศัลยกรรมใบหน้า.....	3
จำนวนแพทย์และบุคลากร	5
ผลการดำเนินงานในอดีต	6
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ.....	8
ประเมินมูลค่าเหมาะสม	17
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล	18
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....	20
Appendix	21

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท เอสเตติก คอนเนค จำกัด (มหาชน) หรือ TRP ดำเนินธุรกิจสถานพยาบาลด้านคลินิกเวชกรรม ภายใต้ชื่อ “ธีรพรคลินิก” เพื่อให้บริการศัลยกรรมความงามบนใบหน้าแก่บุคคลทั่วไป เช่น การผ่าตัดดึงหน้า (Face-Lock) การผ่าตัดตาสองชั้น การผ่าตัดเสริมจมูก และบำรุงผิวพรรณ โดยมีทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญและมีประสบการณ์มากกว่า 10 ปี ผู้ก่อตั้งคือ นาวาโทหญิงสุวรรณี จิรยงยืน ร.น. และครอบครัว และมีผู้นำทีมแพทย์และที่ปรึกษาคือ ผู้ช่วยศาสตราจารย์นายแพทย์ชลธิศ สินรัชตานันท์ อดีตนายกสมาคมศัลยกรรมตกแต่งใบหน้าแห่งประเทศไทย

พัฒนาการสำคัญของธีรพรคลินิก

ธีรพรคลินิกจดทะเบียนเป็นนิติบุคคลในปี 2016 แต่ประสบการณ์ของบริษัทยาวนานกว่า 33 ปี โดยเปิดให้บริการครั้งแรกในปี 1982 ต่อมาในปี 1987 ได้คิดค้นเทคนิคการผ่าตัดตาสองชั้นแบบกรีดสันเป็นครั้งแรก และเทคนิคที่สร้างชื่อเสียงและทำให้ ธีรพรคลินิก และ นพ.ชลธิศ สินรัชตานันท์ เป็นที่รู้จักในวงการคือ ให้บริการผ่าตัดที่เป็นการรักษาขนตาม้วนเข้าด้านในตาที่ทำให้เกิดตาอักเสบบ่อยครั้ง ถัดมาในปี 1996 นพ.ชลธิศได้พัฒนาเทคนิคการเสริมจมูกด้วยไขมันตัวเอง เพื่อแก้ไขปัญหาของการเสริมจมูกด้วยวิธีการฉีดซิลิโคนเหลวเข้าไปในจมูก ซึ่งทำให้เกิดการผิดรูป และถัดมาในปี 1997 ได้มีการพัฒนาเทคนิคการผ่าตัดกระชับใบหน้า หรือเทคนิค Face-Lock ซึ่งช่วยลดระยะเวลาการผ่าตัด ซ่อนรอยการผ่าตัด และฟื้นตัวได้เร็ว

หลังจากนั้นทางผู้บริหารจึงได้สร้างทีมอาจารย์แพทย์ เพื่อถ่ายทอดความรู้ความชำนาญและประสบการณ์ต่างๆที่เกี่ยวกับการผ่าตัด และร่วมกันสร้างความแข็งแกร่งด้านศัลยกรรมตกแต่งใบหน้า เพื่อให้เติบโตและเป็นผู้นำในระดับประเทศ

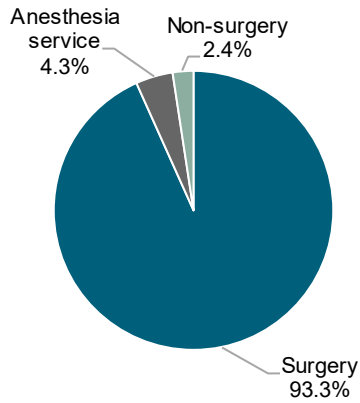
ประเภทการให้บริการแบ่งเป็น 3 กลุ่ม รายได้มากที่สุดคือ ศัลยกรรมใบหน้า

การให้บริการของบริษัทสามารถแบ่งได้เป็น 3 กลุ่มหลัก

1. การให้บริการหัตถการเกี่ยวกับการผ่าตัด เช่น การทำศัลยกรรมผ่าตัดดึงหน้า การผ่าตัดตา การผ่าตัดจมูก การดึงหน้าผาก หรือคาง เป็นต้น
2. การให้บริการให้ยาระงับความรู้สึกทางหลอดเลือดดำ สำหรับการผ่าตัดที่จำเป็นต้องได้ยาระงับความรู้สึก ซึ่งอยู่ภายใต้การดูแลของวิสัญญีแพทย์ผู้เชี่ยวชาญ
3. การให้บริการที่ไม่เกี่ยวกับการผ่าตัด เช่น การให้บริการด้านผิวพรรณอื่นๆ อาทิ การฉีดสารเติมเต็มรีร้อย และปรับรูปหน้า (Filler), การฉีดสารต้านรีร้อยและปรับรูปหน้า (Botox), การให้วิตามินทางน้ำเกลือ เป็นต้น

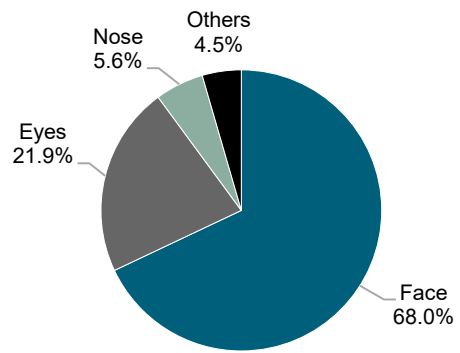
ในงวด 1H23 บริษัทมีสัดส่วนรายได้จาก 3 กลุ่มประเภทการให้บริการเท่ากับ 92.5%, 4.3% และ 3.2% ของรายได้การให้บริการรวมงวด 1H23 ตามลำดับ หากพิจารณาประเภทการให้บริการผ่าตัดศัลยกรรมในช่วง 1H23 พบว่ามาจาก การศัลยกรรมผ่าตัดดึงหน้ามากที่สุด 64% ของรายได้การให้บริการรวม รองมาคือ การศัลยกรรมผ่าตัดตา 18.7%, การศัลยกรรมผ่าตัดจมูก 4.2% และการศัลยกรรมอื่นๆ 5.6% (เช่น การผ่าตัดคิ้ว การฉีดไขมันที่หน้า การผ่าตัดดึงคอ)

Exhibit 1: รายได้แบ่งตามประเภทการให้บริการปี 2022



Source: TRP

Exhibit 2: รายได้จากการให้บริการศัลยกรรมผ่าตัดปี 2022



Source: TRP

Exhibit 3: ศัลยกรรมผ่าตัดดึงหน้า Face-Lock



Source: TRP

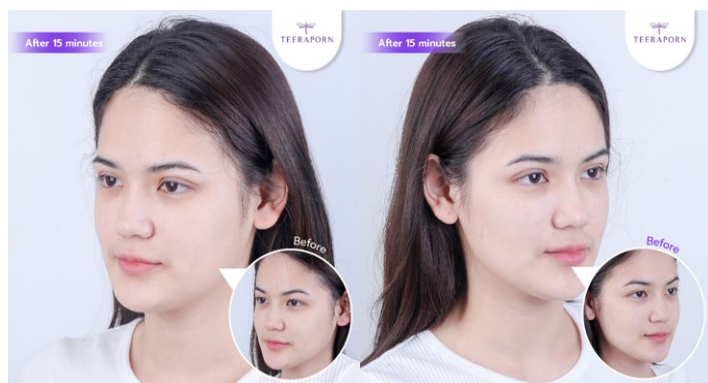
Exhibit 4: ศัลยกรรมตาสองชั้น Lucky Eye เทคนิค Eye Lock

EYE-LOCK

- INVASIVE** (กรีดยาว) - เหมาะสำหรับคนตะวันตก
 - เป็นแผลยาว
 - เป็นการกรีดยาว
 - ใช้เวลานานติดนาน
 - ไม่เหมาะกับคนอายุน้อย
- MINIMALLY INVASIVE** (กรีดสั้น) - เหมาะสำหรับคนเอเชีย
 - แผลสั้น 5-10 มิล
 - หลังตัดไหมแทบไม่มีรอยแผลเป็น
 - ใช้เวลาในการทำไม่นาน ประมาณ 15-30 นาที
 - แผลน้อย หายเร็ว
 - ทำได้ทุกอายุ เหมาะกับวัยรุ่น ขึ้นตาอยู่ได้ถาวร สามารถปลดล๊อคชั้นตาให้กลับมาเป็นตาเดิมได้
- NONE-INVASIVE** (เก็บสามจุด) - เหมาะสำหรับคนตะวันออก
 - ไม่มีแผล
 - เป็นเหมือนการร้อยไหม นลสิธรไม่ถาวร อยู่ได้เพียง 1-2 ปี
 - เป็นการเข็นสามจุด โดยไม่มีการผ่าตัด

Source: TRP

Exhibit 5: ศัลยกรรมจมูกด้วยซิลิโคนและเนื้อเยื่อเทียม



Source: TRP

Exhibit 6: ศัลยกรรมจมูกด้วยไขมันตัวเอง



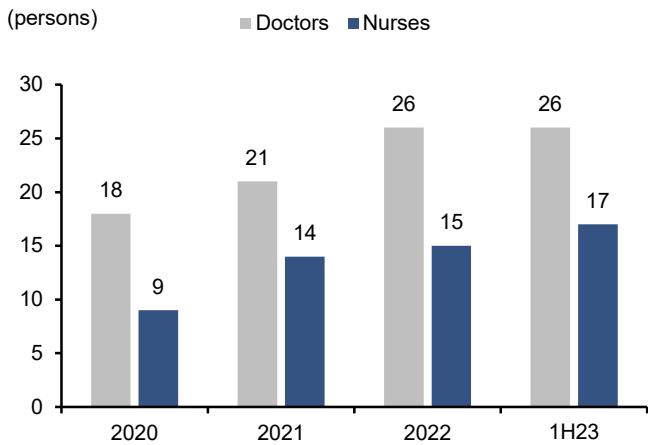
Source: TRP

จำนวนแพทย์และบุคลากร

บริษัทมีจำนวนพนักงาน (ไม่รวมผู้บริหาร) สิ้นปี 2022 และ 1H23 เท่ากับ 64 คน และ 74 คน ตามลำดับ โดยมีแพทย์ที่ให้บริการหัตถการ ณ สิ้น 1H23 จำนวน 26 คน ซึ่งเป็นแพทย์ที่ประจำการที่บริษัท 8 คน บริษัทว่าจ้างแพทย์ที่เป็นบุคลากรภายนอก (Outsource) โดยมีการจัดทำข้อตกลงเป็นลายลักษณ์อักษร ภายใต้ “หนังสือสัญญาแบ่งผลประโยชน์จากการประกอบโรคศิลปะ” ซึ่งถือว่าแพทย์เป็นผู้ประกอบการวิชาชีพอิสระ ไม่ได้มีสถานะเป็นพนักงานของบริษัท บริษัทและแพทย์จึงตกลงแบ่งผลประโยชน์กันตามสัดส่วนของรายได้ที่แพทย์ได้รับ โดยแพทย์มอบหมายให้บริษัทเก็บค่าบริการพยาบาล และเมื่อหักค่าใช้จ่ายต่างๆแล้ว หลังจากนั้นจะจ่ายส่วนแบ่งค่าตรวจรักษาให้แพทย์ตามสัดส่วนที่ได้ตกลงกันไว้

สิ้นปี 2022 และ 1H23 บริษัทมีค่าใช้จ่ายเป็นค่าตอบแทนพนักงานที่บันทึกอยู่ในต้นทุนและค่าใช้จ่าย (ไม่รวมแพทย์และผู้บริหาร) เท่ากับ 61 ลบ. และ 32 ลบ. คิดเป็นสัดส่วน 7.1% และ 8.6% ของรายได้การให้บริการรวม ตามลำดับ หากพิจารณาเฉพาะต้นทุนค่าธรรมเนียมแพทย์พบว่ามีสัดส่วนราว 38.6% และ 37.8% ของรายได้การให้บริการรวมในงวดปี 2022 และ 1H23 ตามลำดับ ถือเป็นต้นทุนที่ใหญ่ที่สุดของธุรกิจโรงพยาบาลศัลยกรรมความงาม

Exhibit 7: จำนวนแพทย์และพยาบาล



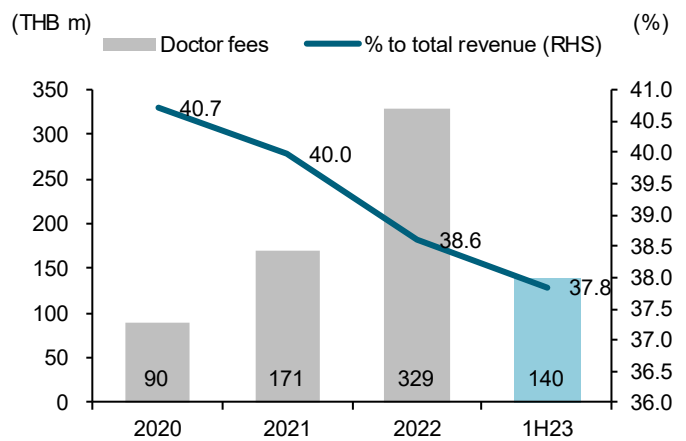
Source: TRP

Exhibit 9: จำนวนบุคลากร (ไม่รวมผู้บริหาร)

แผนก / ฝ่าย	จำนวนพนักงาน (คน)			
	2020	2021	2022	1H23
ฝ่ายปฏิบัติการ	14	17	20	23
ฝ่ายพยาบาล	9	14	15	17
ฝ่ายการตลาด	9	12	11	13
ฝ่ายบริหาร	3	4	8	10
ฝ่ายบัญชีและการเงิน	2	7	8	9
แผนกสารสนเทศ	-	-	1	1
แผนกคุณภาพ	-	-	1	1
รวม	37	54	64	74

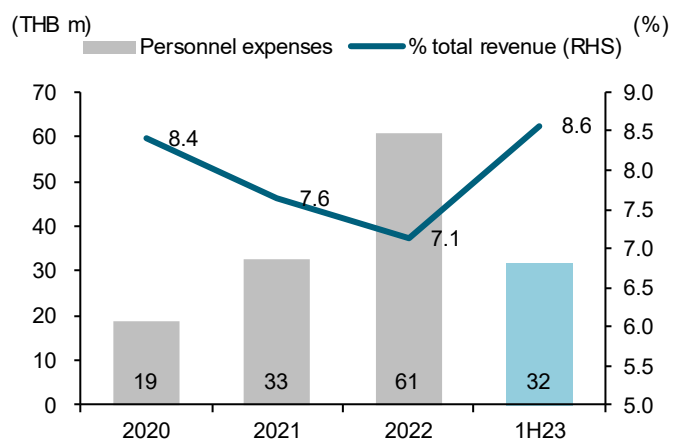
Source: TRP

Exhibit 8: ต้นทุนค่าธรรมเนียมแพทย์



Sources: TRP, FSSIA's compilation

Exhibit 10: ค่าใช้จ่ายพนักงาน (ไม่รวมแพทย์และผู้บริหาร)



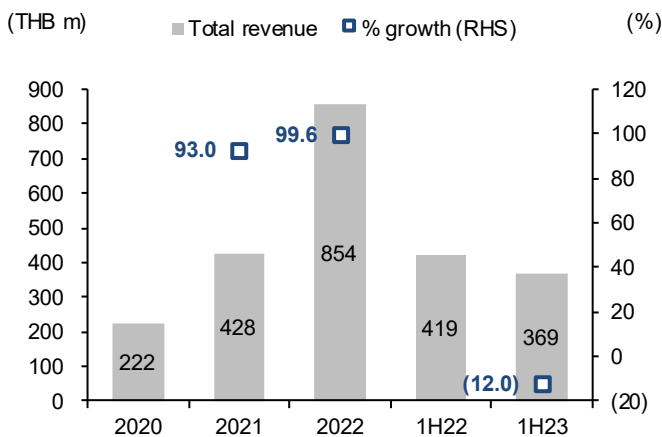
Sources: TRP, FSSIA's compilation

ผลการดำเนินงานในอดีต

กำไรสุทธิในอดีต 3 ปี (2020-22) โตเฉลี่ย 170% CAGR

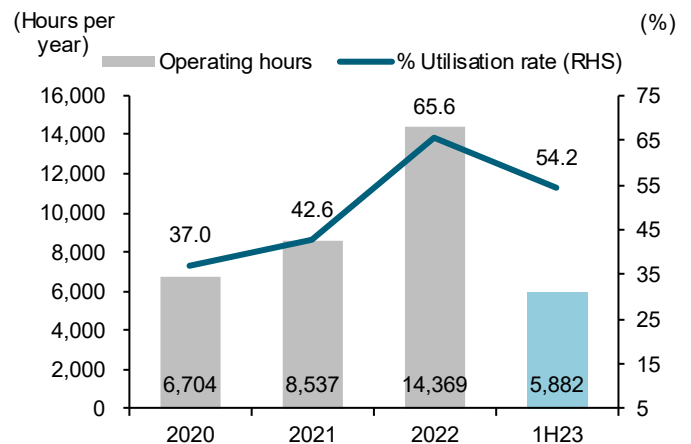
เราวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัท โดยพิจารณาข้อมูลงบการเงิน 3 ปีย้อนหลัง 2020-22 พบว่าบริษัทมีอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิค่อนข้างสูงในอัตรา 170% CAGR จากที่มีกำไรสุทธิ 37 ลบ. ในปี 2020 เติบโตเป็น 270 ลบ. ในปี 2022 โดยเฉพาะในปี 2022 ที่ได้รับผลบวกจากโควิดคลี่คลาย ส่งผลให้มีลูกค้ามาใช้บริการเพิ่มมากขึ้น ทำให้จำนวนชั่วโมงให้บริการเพิ่มขึ้น 68% y-y เป็น 14,369 ชั่วโมง คิดเป็นอัตราการให้บริการ 65.6% จากจำนวนชั่วโมงให้บริการสูงสุดที่ 21,900 ชั่วโมงต่อปี ภายใต้จำนวนห้องผ่าตัด 6 ห้อง ทำให้มีรายได้การให้บริการรวมในปี 2022 เติบโตสูงถึง 99.6% y-y เท่ากับ 854 ลบ. และจากอัตราการให้บริการที่สูงขึ้น กอปรกับมีต้นทุนแพทย์เพิ่มขึ้นต่ำกว่า โดยมีแพทย์เพิ่มขึ้นเป็น 26 คน จาก 21 คน ในปี 2021 ทำให้สัดส่วนต้นทุนค่าแพทย์ต่อรายได้การให้บริการรวมลดลงเป็น 38.6% จาก 40.7% ในปี 2021 และ 40% ในปี 2021 ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นเป็น 55.4% จาก 51.6% ในปี 2021 และ 44.3% ในปี 2020 เช่นเดียวกับ SG&A to sales ในปี 2022 ลดลงมาอยู่ที่ 15.4% จาก 18.1% ในปี 2021 และ 22.9% ในปี 2020 เนื่องจากค่าใช้จ่ายบางส่วนเป็นค่าใช้จ่ายคงที่เช่น ค่าใช้จ่ายพนักงาน, ค่าใช้จ่ายส่งเสริมการขาย, ค่าเสื่อมราคาที่มาจากรถมืออุปกรณ์การแพทย์ และค่าเสื่อมราคาที่เกิดจากการใช้สินทรัพย์ ทั้งนี้ในปี 2022 บริษัทมีอัตรากำไรสุทธิสูงถึง 31.7% สูงกว่าคู่แข่งรายใหญ่ในอุตสาหกรรม

Exhibit 11: Total revenue and growth



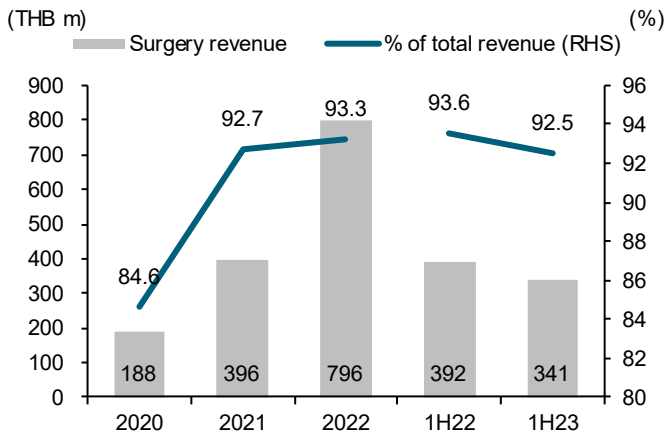
Sources: TRP, FSSIA's compilation

Exhibit 12: Operating hours and utilization rate



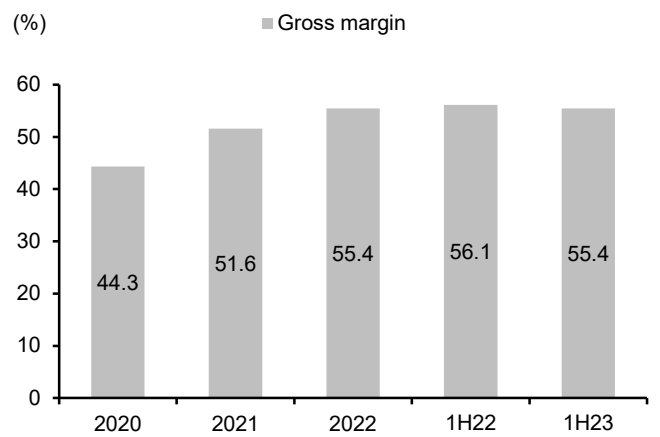
Sources: TRP, FSSIA's compilation

Exhibit 13: Surgery revenue



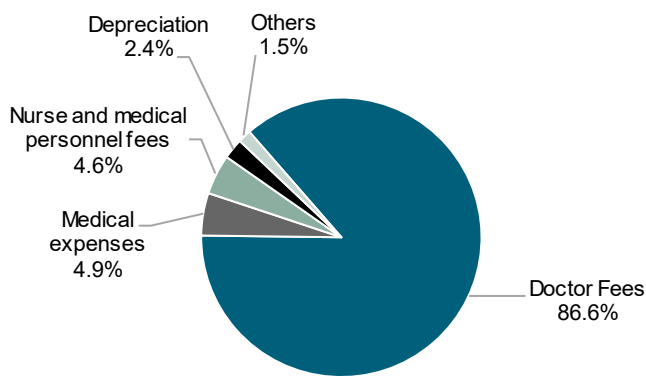
Sources: TRP, FSSIA's compilation

Exhibit 14: Gross margin



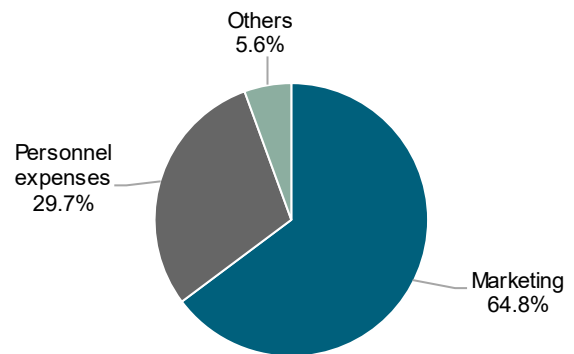
Sources: TRP, FSSIA's compilation

Exhibit 15: Costs breakdown in 2022



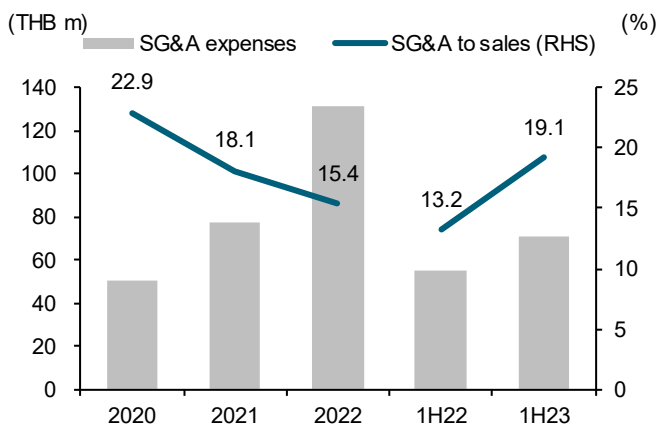
Sources: TRP, FSSIA's compilation

Exhibit 16: Selling expenses breakdown in 2022



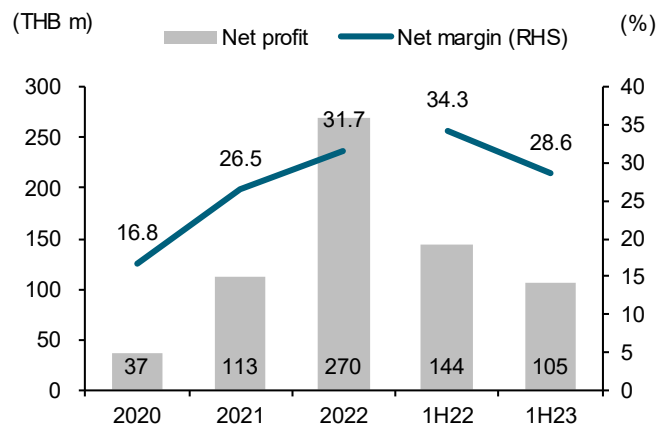
Sources: TRP, FSSIA's compilation

Exhibit 17: SG&A to sales



Sources: TRP, FSSIA's compilation

Exhibit 18: Net profit and net margin



Sources: TRP, FSSIA's compilation

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ

ผู้บริหาร-ทีมแพทย์มีประสบการณ์ และมีชื่อเสียงในวงการมายาวนาน

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อคุณภาพ และมาตรฐานการให้บริการของบริษัท โดยเฉพาะความเชื่อมั่นต่อความสามารถและความเชี่ยวชาญของผู้บริหาร ผศ.นพ.ชลธิศ สินรัชตานันท์ ซึ่งเป็นผู้ที่มีประสบการณ์ ความรู้ ความเชี่ยวชาญ เป็นที่รู้จักและมีชื่อเสียงในอุตสาหกรรมมาอย่างยาวนาน ที่ผ่านมามีการใช้ชื่อ ผศ.นพ.ชลธิศ คู่กับธีรพรคลินิกคือ “ธีรพรคลินิก โดยหมอชลธิศ” เพื่อสร้าง Brand Awareness ให้กับลูกค้า หากพิจารณาค่าธรรมเนียมแพทย์ของ ผศ.นพ.ชลธิศ ในงวดปี 2022 และ 1H23 อยู่ที่ราว 13.8% และ 9.2% ของต้นทุนค่าธรรมเนียมแพทย์รวมทั้งหมด ตามลำดับ จะเห็นว่ามีส่วนที่ลดลงใน 1H23 เนื่องจากบริษัทได้หันมาเน้นการใช้ชื่อ “ธีรพรคลินิกโดยทีมแพทย์” มากขึ้น ส่วนหนึ่งเพื่อเป็นการบริหารความเสี่ยงด้วยการลดบทบาทการพึ่งพิง ผศ.นพ.ชลธิศ แต่ปัจจุบันท่านยังทำหน้าที่ในการให้คำแนะนำ แพทย์ผู้ทำหัตถการ และตรวจสอบผลลัพธ์หลังการผ่าตัดเสร็จให้กับลูกค้า ยกเว้นบางกรณีที่ลูกค้าเข้ารับบริการยืนยันที่จะรับบริการจาก ผศ.นพ.ชลธิศ เท่านั้น

ปัจจุบันบริษัทมีทีมศัลยแพทย์จำนวน 26 คน ซึ่งมีความเชี่ยวชาญเฉพาะทาง และมีประสบการณ์เฉลี่ยมากกว่า 17 ปี รวมถึงยังมี ผศ.นพ.ชลธิศ คอยเป็นที่ปรึกษา และเป็นอาจารย์ถ่ายทอดความรู้เทคนิค ให้แก่ทีมแพทย์ในการฝึกฝนอย่างต่อเนื่อง จนเกิดความเชี่ยวชาญ และความแม่นยำในด้านนั้นๆ อีกทั้งยังมีการพัฒนาความรู้ความเชี่ยวชาญด้วยการทำงานวิจัยและเข้าร่วมสัมมนาต่างประเทศอย่างสม่ำเสมอ เพื่อเรียนรู้และนำเทคโนโลยี นวัตกรรมทางการแพทย์ที่ทันสมัยมาให้บริการ และให้ผลลัพธ์ อย่างเป็นที่น่าพอใจสำหรับลูกค้า เช่น ผลที่เกิดจากการผ่าตัดมีขนาดเล็ก ฟันตัวไว และเป็นธรรมชาติ อาทิ เทคนิคการผ่าตัดแบบ Face-Lock ที่ใช้ในศัลยกรรมตึงหน้า ซึ่งใช้เวลาในการผ่าตัดเร็วกว่ากรรมตึงหน้าแบบดั้งเดิม และหลังผ่าตัดไม่จำเป็นต้องพักฟื้นค้างคืนที่คลินิก

กลยุทธ์หลักคือ เน้นคุณภาพภายใต้ราคาที่เหมาะสม

จากปัจจุบันเราจะเห็นว่าธุรกิจการให้บริการด้านศัลยกรรมความงามมีการแข่งขันที่สูงระดับหนึ่ง เนื่องจากความต้องการของลูกค้าที่สูงขึ้น ทำให้มีผู้เล่นรายใหม่ทยอยเข้าสู่ตลาดมากขึ้น ส่งผลให้เกิดการแข่งขันในหลากหลายรูปแบบ ทั้งนี้กลยุทธ์หลักของบริษัทคือ เน้นที่คุณภาพทั้งทีมแพทย์ และการให้บริการที่โดดเด่นและน่าเชื่อถือ ด้วยผลงานในอดีตที่เป็นที่ยอมรับอย่างกว้างขวางว่าบริษัทคือ ผู้นำในนวัตกรรมด้านศัลยกรรมตกแต่งความงามบนใบหน้า โดยอาศัยการบอกปากต่อปากของลูกค้าที่มาใช้บริการเป็นหลัก (Word of mouth) และไม่ใช้นโยบายการแข่งขันด้วยการลดราคาค่าบริการ แต่เน้นไปที่ความคุ้มค่าจากการให้บริการแบบครบวงจรตั้งแต่ก่อนผ่าตัด และหลังผ่าตัด อีกทั้งยังดูแลภายหลังผ่าตัดภายในระยะเวลาอีก 1 ปี

อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันบริษัทได้มีการทำสื่อโฆษณาเพิ่มขึ้นในหลายช่องทาง เช่น Facebook Youtube TikTok เพื่อให้เป็นที่รู้จักเป็นวงกว้างมากขึ้น นอกจากนี้ยังมีการอาศัยผู้เข้ารับบริการที่ให้ความยินยอม ในการประชาสัมพันธ์วีวีผลงานการเข้ารับบริการกับทางธีรพรคลินิก รวมถึงผู้มีชื่อเสียง เช่น ดารา นางแบบ และบล็อกเกอร์ด้านความงาม เป็นต้น

ให้บริการลูกค้าทั้งในไทยและต่างประเทศ

นอกจากการให้บริการกับลูกค้าคนไทยแล้ว บริษัทยังได้ขยายการให้บริการครอบคลุมไปยังลูกค้าชาวต่างชาติ อาทิ กัมพูชา เมียนมาร์ และจีน ซึ่งถือเป็นตลาดที่ค่อนข้างใหญ่ และมีความต้องการทำศัลยกรรมเพิ่มมากขึ้น โดยบริษัทได้ทำการปรับเปลี่ยนสื่อออนไลน์และเว็บไซต์ให้มีหลายภาษารวมถึงขยายตลาดใหม่ด้วยการผ่านช่องทางตัวแทน (Agency) โดยจะมีการอบรมตัวแทนในแต่ละประเทศเพื่อให้เข้าใจในสินค้าและบริการ การดูแลลูกค้าต่างชาติอย่างครบวงจร เพื่อให้ลูกค้าได้รับประสบการณ์ที่น่าประทับใจ และนำไปสู่การบอกปากต่อปากไปยังลูกค้าอื่น ๆ ต่อไป

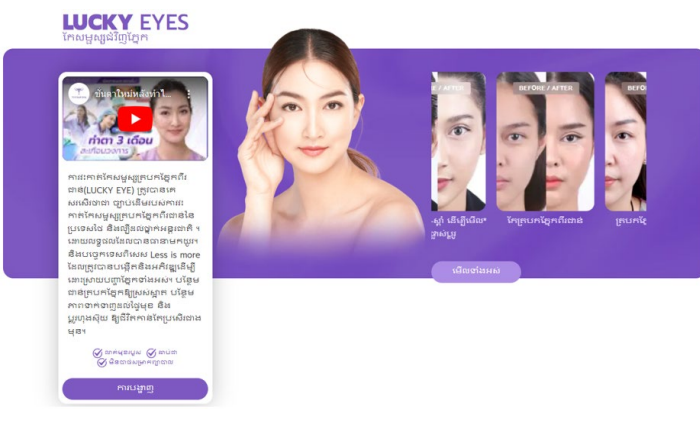
สำหรับปี 2022 และ 1H23 บริษัทมีรายได้ที่เกิดจากการแนะนำของตัวแทนคิดเป็นสัดส่วนราว 25.4% และ 24.7% ของรายได้การให้บริการรวม ตามลำดับ

Exhibit 19: ตัวอย่างผู้มีชื่อเสียงที่เข้ารับบริการจากธีรพรคลินิก



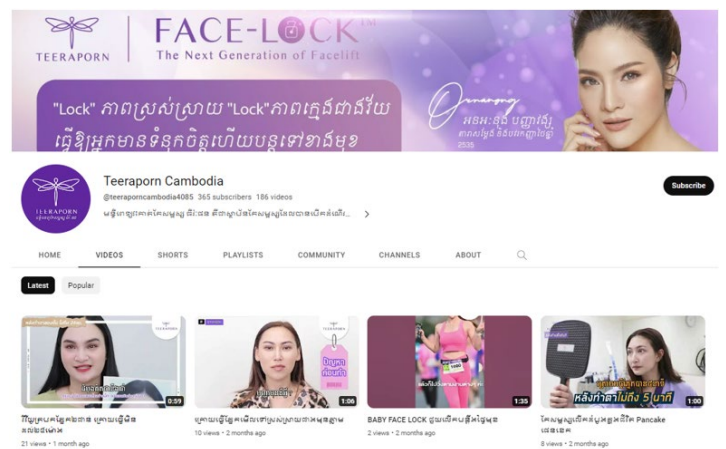
Source: TRP

Exhibit 20: ตัวอย่างหน้าเว็บไซต์ภาษาเขมร



Source: TRP

Exhibit 21: ตัวอย่างหน้า Youtube ภาษาเขมร



Source: TRP

โรงพยาบาลแห่งใหม่ที่ใหญ่ขึ้น คาดจะแล้วเสร็จใน 4Q24

สถานให้บริการปัจจุบันของรีพอร์ทคลินิก เป็นอาคารสำนักงาน 5 ชั้น มีพื้นที่ใช้สอย 1,157 ตร.ม. ตั้งอยู่ที่ ถ.เจริญนคร แขวงคลองสาน โดยมีห้องผ่าตัด 6 ห้อง ซึ่งเป็นพื้นที่เช่า และด้วยปริมาณลูกค้าที่เพิ่มขึ้นในทุกปี ทำให้บริษัทตัดสินใจเข้าซื้อที่ดินในเขตธนบุรีขนาด 2-2-83 ไร่ และอยู่ระหว่างก่อสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่ ภายใต้อาคารที่ให้บริการราว 9,918 ตร.ม. และจะมีห้องผ่าตัด 12 ห้อง โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จใน 4Q24 คาดจะสามารถรองรับการขยายตัวของลูกค้า และช่วยหนุนการเติบโตได้มากขึ้นตั้งแต่ปี 2025 เป็นต้นไป

มูลค่าเงินลงทุนในโรงพยาบาลแห่งใหม่ประมาณ 922 ลบ. แบ่งเป็นค่าที่ปรึกษา ค่าออกแบบ ค่าก่อสร้าง ค่าวางระบบ และค่าตกแต่ง ราว 515 ลบ. และเครื่องมืออุปกรณ์ทางการแพทย์ราว 100 ลบ. และมูลค่าที่ดินอยู่ที่ 306 ลบ. ทั้งนี้บริษัทได้ศึกษาความเป็นไปได้ของโครงการและสรุปผลตอบแทนจากโครงการว่าจะมีจุดคุ้มทุนประมาณ 4 ปี และอัตราผลตอบแทนการลงทุน (IRR) ราว 21-28% ต่อปี

Exhibit 22: รายละเอียดโครงการก่อสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่

รายละเอียด	คลินิกเวชกรรมในปัจจุบัน	แบบโรงพยาบาลในอนาคต
ที่ตั้ง	ถนนเจริญนคร แขวงคลองสาน เขตคลองสาน กทม.	ถนนสมเด็จพระเจ้าตากสิน แขวงสำเหร่ เขตธนบุรี กทม.
พื้นที่	1,157 ตร.ม.	9,918 ตร.ม.
จำนวนชั้น	5 ชั้น	5 ชั้น
จำนวนห้องผ่าตัด	6 ห้อง	12 ห้อง
จำนวนห้องให้คำปรึกษา	3 ห้อง	8 ห้อง
จำนวนห้องติดตามผลหลังผ่าตัด	6 ห้อง	11 ห้อง
จำนวนลิฟต์โดยสาร	1 ตัว	1 ตัว
จำนวนลิฟต์บรรทุกเตียงผู้ป่วย	-	3 ตัว

*รายละเอียดแบบโรงพยาบาลในอนาคต เป็นรายละเอียดเบื้องต้นที่บริษัทได้ตกลงร่วมกับที่ปรึกษาและผู้เชี่ยวชาญที่เกี่ยวข้อง โดยอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ในอนาคต

Source: TRP

Exhibit 23: ภาพจำลองโรงพยาบาลศัลยกรรมแห่งใหม่



Source: TRP

Exhibit 24: ภาพจำลองโรงพยาบาลศัลยกรรมแห่งใหม่



Source: TRP

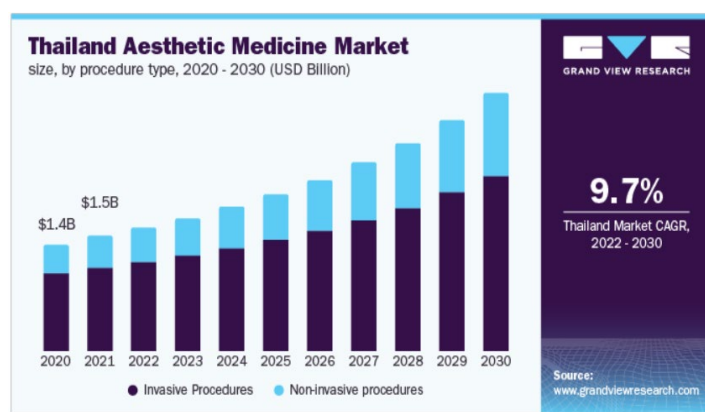
แนวโน้มตลาดศัลยกรรมความงามทั่วโลกยังเติบโตต่อเนื่อง

อ้างอิงหนังสือชี้ชวนของบริษัทระบุว่า ข้อมูลจาก Allied Market Research ระบุว่ามูลค่าตลาดศัลยกรรมความงามทั่วโลกในปี 2022 มีมูลค่าเท่ากับ USD74.7 พันล้าน มีอัตราการเติบโต 11% y-y และคาดการณ์ว่าจะมีอัตราการเติบโตต่อเนื่องเป็น USD201 พันล้าน ในปี 2031 คิดเป็นอัตราการเติบโตราว 11.6% CAGR ขณะที่สมาคมศัลยแพทย์ตกแต่งเสริมสวายนานาชาติ (International Society of Aesthetic Plastic Surgery) รายงานว่าตัวเลขผู้เสริมความงามโดยศัลยแพทย์ในปี 2021 เพิ่มขึ้นราว 19.3% จากปี 2020 โดยเป็นการทำศัลยกรรมแบบผ่าตัดรวมกว่า 12.8 ล้านครั้ง สอดคล้องกับข้อมูลของเว็บไซต์ของ Grand View Research มีการคาดการณ์มูลค่าตลาดความงามทางการแพทย์ทั่วโลกในปี 2022-2030 จะเติบโตเฉลี่ย 11% CAGR ปัจจัยหนุนการเติบโตมาจากทั้งการพัฒนาผลิตภัณฑ์และบริการที่เกิดจากเทคโนโลยีขั้นสูงมากขึ้น รวมถึงความต้องการรักษาความงามที่สูงขึ้นในกลุ่มผู้บริโภคเพศชาย โดยกลุ่มผลิตภัณฑ์และบริการความงามบนใบหน้ายังมีส่วนแบ่งตลาดด้านความงามทางการแพทย์ใหญ่สุด ส่วนการให้บริการศัลยกรรมที่มีความต้องการและพบบ่อยมากที่สุดคือ ศัลยกรรมหน้าอก 16%, ดูตไซมัน 15.1%, ศัลยกรรมตกแต่งตา 12.1%, ศัลยกรรมเสริมจมูก 8.4% เป็นต้น

แนวโน้มตลาดศัลยกรรมความงามในไทยเติบโตดี สอดคล้องกับภาพตลาดโลก

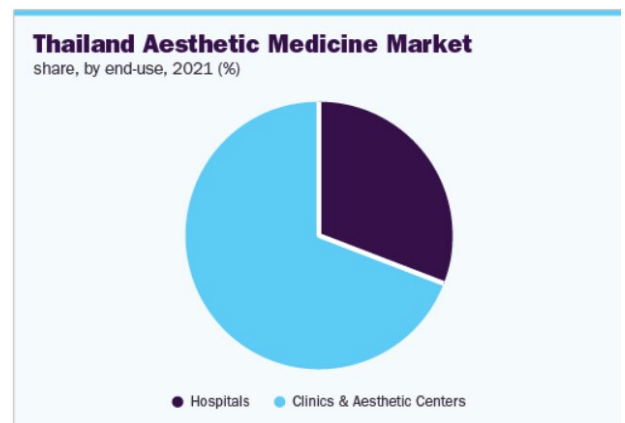
อ้างอิงข้อมูลจากเว็บไซต์ Grand View Research ระบุว่ามูลค่าตลาดเวชศาสตร์ความงามของไทยปี 2021 มีมูลค่าราว USD1,520 ล้าน ส่วนแบ่งการตลาดมาจากการให้บริการแบบ Invasive Procedures หรือการทำศัลยกรรม คิดเป็นสัดส่วนราว 74% ของมูลค่าตลาดเวชศาสตร์ความงามของไทย และอีก 26% เป็นการให้บริการแบบ Non-invasive Procedures (เช่น การใช้ยาทา ยาฉีด การนวด การกดจุด หรือการฝังเข็ม เป็นต้น) และคาดการณ์อัตราการเติบโตของมูลค่าเวชศาสตร์ความงามของไทยในช่วงปี 2021-2030 เฉลี่ย 9.7% CAGR โดยเติบโตจากความต้องการของผู้บริโภคในประเทศที่ให้ความสำคัญกับรูปลักษณ์และความงามมากขึ้น ขณะที่ให้การยอมรับและเปิดกว้างเรื่องการทำศัลยกรรมมากขึ้น รวมถึงการท่องเที่ยวที่กำลังทยอยฟื้นตัวหลังโควิดคลี่คลาย ซึ่งประเทศไทยยังคงมีจุดเด่นจากการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ ซึ่งไม่เพียงแต่การรักษาโรคทั่วไปเท่านั้น แต่ยังมีความต้องการรับบริการหัตถการด้านความงามด้วย เนื่องจากค่าใช้จ่ายทางการแพทย์ในไทยต่ำกว่าประเทศอื่น ขณะที่มีคุณภาพสูง และมีบุคลากรทางการแพทย์ด้านความงามที่มีความเชี่ยวชาญ

Exhibit 25: มูลค่าตลาดเวชศาสตร์ความงามของไทย



Source: [Grand View Research](#)

Exhibit 26: ส่วนแบ่งการตลาดของโรงพยาบาลและคลินิกความงาม



Source: [Grand View Research](#)

ภาวะการแข่งขัน และคู่แข่ง

ตลาดให้บริการด้านความงามมีการเติบโตอย่างมากในช่วงก่อนโควิด ทำให้มีนักลงทุนเข้ามาเปิดคลินิกเสริมความงามจำนวนมาก และทำให้เกิดการแข่งขันในธุรกิจศัลยกรรมก่อนข้างสูง เรามีข้อมูลในปี 2019 พบว่า มีจำนวนคลินิกความงามในไทยรวมกว่า 3,000-4,000 แห่ง แบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม

- 1) **กลุ่มโรงพยาบาล** ซึ่งมีการให้บริการด้านเวชกรรม การพยาบาล เกสซกรรม และด้านเทคนิคการแพทย์ และอาจมีการบริการศัลยกรรมเฉพาะด้าน ส่วนใหญ่โรงพยาบาลเอกชนมีแผนกศัลยกรรม รวมถึงศัลยกรรมตกแต่งเพื่อความงาม และโรงพยาบาลบางแห่งอาจมีศูนย์เลเซอร์ หรือมีแผนกผิวหนังเพื่อรองรับลูกค้าโดยเฉพาะ เช่น โรงพยาบาลศัลยกรรมมาสเตอร์พีช, โรงพยาบาลผิวหนังอโศก, โรงพยาบาลศัลยกรรมตกแต่งกมล, โรงพยาบาลศัลยกรรมเอสแอลซี เป็นต้น ทั้งนี้โรงพยาบาลเหล่านี้มักมีจำนวนสาขาที่น้อย แต่ให้บริการด้านความงามครบวงจร สำหรับซีรฟรคลินิก เราจัดอยู่ในกลุ่มนี้
- 2) **กลุ่มคลินิกเวชกรรมความงาม** การแข่งขันของผู้ประกอบการธุรกิจคลินิกเวชกรรมความงามถือว่าค่อนข้างสูง จากจำนวนผู้ประกอบการหลายราย และมีสาขาส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในศูนย์การค้าห้างสรรพสินค้าชั้นนำ 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

Exhibit 27: ตัวเลขทางการเงินของโรงพยาบาลและคลินิกเวชกรรมความงามที่เป็นคู่แข่งของบริษัท

โรงพยาบาล / คลินิก	ปีที่ก่อตั้ง	จำนวนสาขา	รายได้		กำไรสุทธิ		GPM	SG&A to sales	NM
			2021	2022	2021	2022			
			(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(%)	(%)	(%)
APEX	1995	22	977	1,586	198	473	56.1	23.6	29.8
Siam Laser (SLC)	2005	21	828	2,029	(57)	435	45.2	19.2	21.4
MASTER	2013	1	660	1,483	163	301	56.7	31.2	20.3
TRP (ซีรฟรคลินิก)	2016	1	428	854	113	270	55.4	15.4	31.7
โรงพยาบาลยันฮี	1994	1	1,371	2,047	(91)	257	31.9	18.6	12.6
The Klinique	2009	46	950	1,639	129	205	56.3	41.1	12.5
Meko	1982	5	198	469	32	60	43.3	28.1	12.9
โรงพยาบาลศัลยกรรมตกแต่งดับเบิลยู	2018	1	148	230	2	16	66.3	51.9	7.1
โรงพยาบาลศัลยกรรมตกแต่งกมล	2009	1	124	143	2	2	32.6	35.4	1.7
โรงพยาบาลเลอลักษณ์	2006	1	150	150	3	1	48.9	47.8	0.8
โรงพยาบาลเอเชีย	2014	1	88	145	10	(8)	57.1	62.8	(5.8)
โรงพยาบาลวรรณสิริ	2012	1	63	191	(54)	(41)	34.7	51.1	(21.3)

Sources: TRP, Datawarehouse, Company website, FSSIA's compilation

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023 จะชะลอลงจากฐานสูงในปีก่อน

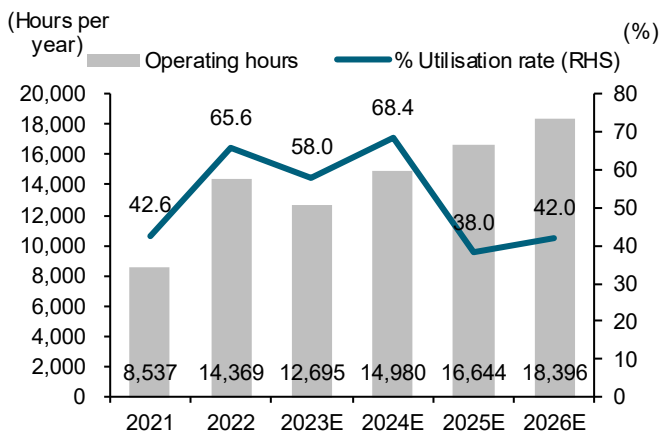
บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H23 เท่ากับ 105 ลบ. -26.6% y-y ลดลงเนื่องจากฐานที่สูงในปีก่อน ที่เพิ่งฟื้นตัวจากโควิด ทำให้ลูกค้าเร่งกลับมาใช้บริการจำนวนมาก โดยรายได้การให้บริการรวม 1H23 ลดลง 12% y-y จากอัตราการให้บริการที่ลดลงมาอยู่ที่ 54.2% จาก 65.6% ณ สิ้นปี 2022 และส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 55.4% จาก 56.1% ใน 1H22 ขณะที่ค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ ทำให้ SG&A to sales งวด 1H23 ขยับขึ้นเป็น 19.1% จาก 13.2% ใน 1H22 ดังนั้นจึงส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิ 1H23 ลดลงเป็น 28.6% จาก 34.3% ใน 1H22

เรคาดแนวโน้มกำไรสุทธิ 2H23 อาจทรงตัวใกล้เคียง 1H23 ซึ่งอาจเป็นกำไรที่อ่อนลงจาก 2H22 เล็กน้อย เพราะยังอยู่ในช่วงปรับฐาน หลังโตแรงในปีก่อน ดังนั้นจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023 จะอ่อนตัวลงชั่วคราวมาอยู่ที่ 210 ลบ. (-22.3% y-y) แต่ยังเป็นกำไรที่สูงเมื่อเทียบกับก่อนโควิด

คาดการณ์กำไรปี 2024 จะกลับมาโตดี และโตต่อเนื่องปี 2025 หลัง Operate โรงพยาบาลใหม่

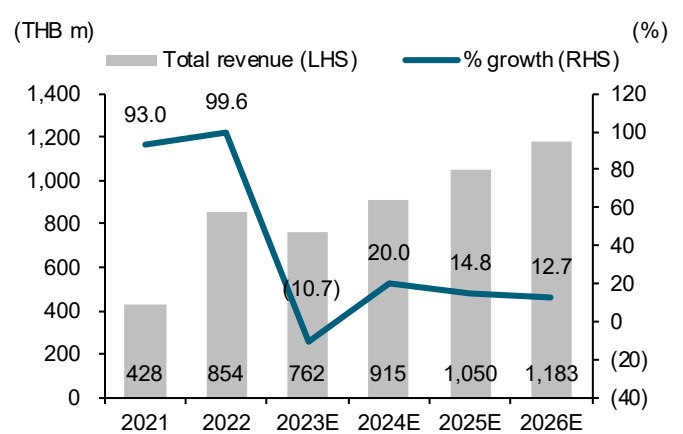
สำหรับปี 2024 เรคาดกำไรสุทธิจะกลับมาฟื้นตัว +24% y-y มาอยู่ที่ 260 ลบ. นอกจากคาดการณ์ปรับฐานของผลประกอบการจะแล้วเสร็จในปี 2023 แล้ว เรคาดจำนวนลูกค้ามาใช้บริการจะเพิ่มขึ้นราว 18% y-y ส่งผลให้อัตราการให้บริการสูงขึ้นเป็น 68.4% จาก 58% ในปี 2023 และคาดการณ์กำไรขั้นต้นจะขยับขึ้นเล็กน้อย 50 bps เป็น 55.7% ในปี 2024 บนสมมติฐานว่ายังมีจำนวนแพทย์เท่าเดิมที่ 26 คน แต่จะใช้สมมติฐาน SG&A to sales ที่สูงกว่าในอดีตที่ 20% ใกล้เคียงปี 2023 ที่เรคาดไว้ 20.5% เนื่องจากคาดว่าบริษัทอาจมีค่าใช้จ่ายทางการตลาดที่สูงขึ้น จากการโฆษณาประชาสัมพันธ์บริษัทให้เป็นที่รู้จักมากขึ้น หลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงช่วง 2H24 อาจต้องมีการเตรียมพนักงานเพิ่มขึ้นเพื่อให้ทันกับโรงพยาบาลแห่งใหม่ที่จะก่อสร้างแล้วเสร็จใน 4Q24 โดยรวมยังคาดการณ์กำไรปี 2024 จะกลับมาเติบโตได้ดี แต่ยังเป็นกำไรที่ต่ำกว่าในปี 2022 เพราะใช้สมมติฐานแบบ Conservative

Exhibit 28: Yearly operating hours and utilization rate



Source: FSSIA estimates

Exhibit 29: Yearly total revenue and growth

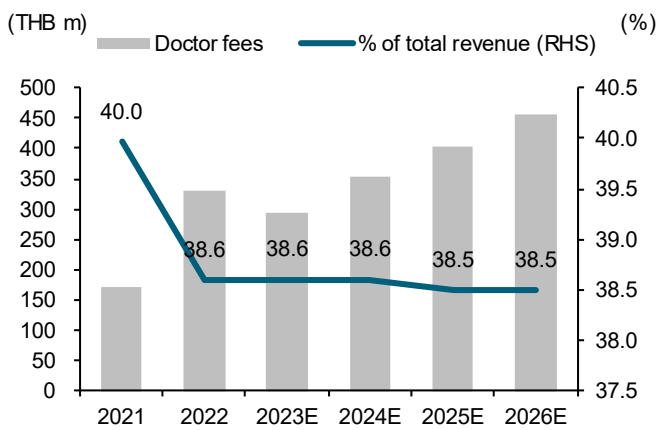


Source: FSSIA estimates

เราคาดว่าจะมีรายได้สุทธิ 3 ปีข้างหน้า (2024-26) จะโตเฉลี่ย 17.1% CAGR ยังเติบโตเป็นตัวเลขสองหลักได้อย่างต่อเนื่อง โดยคาดหวังจำนวนลูกค้าเข้ามาใช้บริการมากขึ้น ทั้งจากการที่เป็นที่รู้จักมากขึ้น และชื่อเสียงที่ดีของบริษัท โดยคาดหวังการเติบโตของลูกค้าคนไทย และลูกค้าต่างชาติ ที่เริ่มเห็นเทรนด์การเข้ามาใช้บริการศัลยกรรมด้านความงามในไทยมากขึ้น รวมถึงการมี Agency ช่วยเพิ่มจำนวนลูกค้าอีกทางหนึ่ง โดยเราคาดว่าจะได้การให้บริการ 3 ปีข้างหน้าเติบโตในอัตราเฉลี่ย 13.7% CAGR (โดยมาจากสมมติฐานค่าบริการเพิ่มขึ้นเฉลี่ยเพียงปีละ 2%) ใกล้เคียงกับคาดการณ์การเติบโตของตลาดศัลยกรรมความงามในไทยในอนาคต

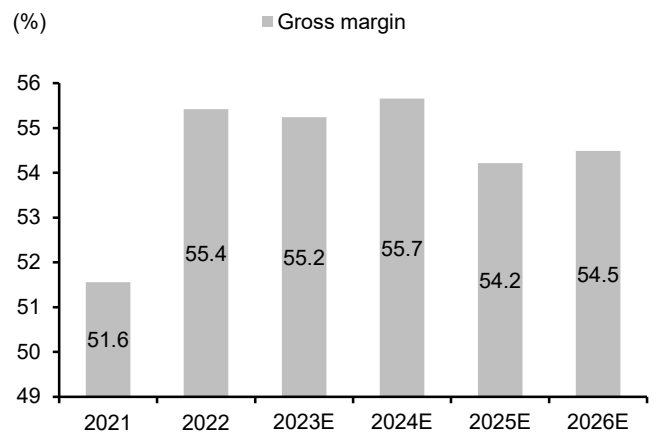
อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมอง Conservative ต่ออัตรากำไรขั้นต้นที่อาจอ่อนตัวลงได้ ภายหลังเริ่มรับรู้ค่าเสื่อมโรงพยาบาลแห่งใหม่เต็มปีในปี 2025 เป็นต้นไป (ปี 2024 อาจรับรู้เพียง 1 ไตรมาส) ซึ่งจะสูงขึ้นจากคลินิกเดิมที่เป็นการเช่า และคาด SG&A to sales ในช่วงปี 2024-26 จะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 19% ยังคงสูงกว่าก่อนโควิดเล็กน้อย และคาดภาวะดอกเบี้ยจ่ายจะลดลง โดยคาดว่าบริษัทจะนำเงินจาก IPO ไปชำระคืนเงินกู้ธนาคาร

Exhibit 30: Yearly doctor fees



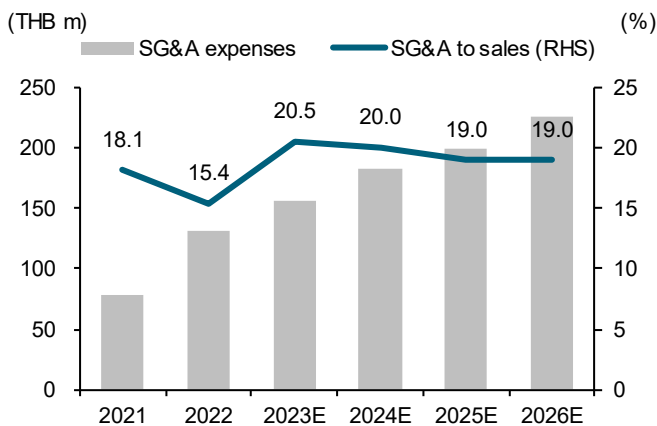
Source: FSSIA estimates

Exhibit 31: Yearly gross margin



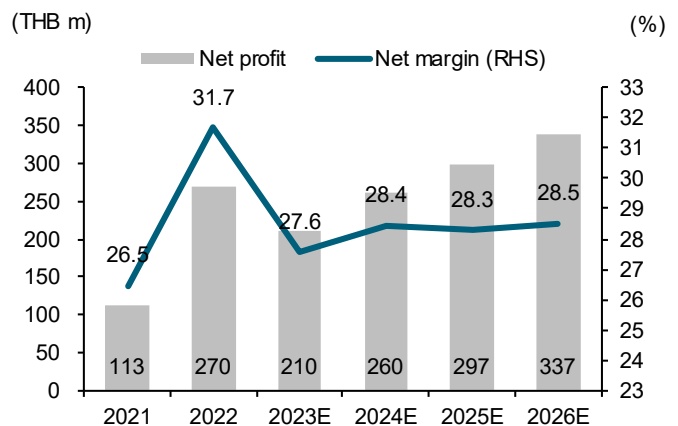
Source: FSSIA estimates

Exhibit 32: Yearly SG&A to sales



Source: FSSIA estimates

Exhibit 33: Yearly net profit and net margin



Source: FSSIA estimates

Exhibit 34: Key assumptions for TRP

	Actual	Forecast			Growth		
	2022 (THB m)	2023E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2023E (%)	2024E (%)	2025E (%)
Total revenue (THB m)	854	762	915	1,050	(10.7)	20.0	14.8
Costs	381	341	406	481	(10.4)	18.9	18.5
Gross profit	473	421	509	569	(11.0)	20.9	11.8
SG&A expenses	131	156	183	200	19.0	17.1	9.1
Interest expense	3	3	2	0	21.8	(35.3)	(100.0)
Tax expense	69	52	65	74	(24.2)	23.9	14.2
Reported net profit	270	210	260	297	(22.3)	23.9	14.2
Core profit	270	210	260	297	(22.3)	23.9	14.2
Key ratios (%)							
Total revenue growth	99.6	(10.7)	20.0	14.8			
Net profit growth	138.7	(22.3)	23.9	14.2			
Core profit growth	138.7	(22.3)	23.9	14.2			
Gross margin	55.4	55.2	55.7	54.2			
SG&A to sales	15.4	20.5	20.0	19.0			
Net margin	31.7	27.6	28.4	28.3			
Core margin	31.7	27.6	28.4	28.3			
Operating statistics							
No. of doctors (person)	26	26	28	31			
Operating rooms	6	6	6	12			
Full capacity hours	21,900	21,900	21,900	43,800			
Operating hours	14,369	12,695	14,980	16,644	(11.7)	18.0	11.1
Utilisation rate (%)	65.6	58.0	68.4	38.0			
Revenue from surgery (THB m)	796	704	847	974	(11.6)	20.4	15.0
Revenue from anesthesia service (THB m)	37	35	42	49	(3.9)	20.4	15.0
Revenue from non-surgery (THB m)	21	23	25	28	10.0	10.0	10.0

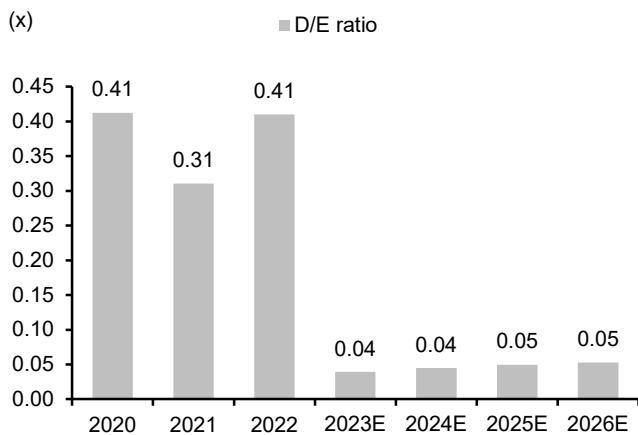
Source: FSSIA estimates

ฐานะทางการเงินแข็งแกร่งตั้งแต่ก่อน IPO

สิ้นปี 2022 บริษัทมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง โดยมีสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดี จากสัดส่วน Current ratio ที่ 2.91 เท่า, D/E ratio เพียง 0.41 เท่า (1H23 เท่ากับ 0.5 เท่า) และมี ROE ค่อนข้างสูงที่ระดับ 58.2% (1H23 เท่ากับ 54.6%) ทั้งนี้สิ้นงวด 1H23 บริษัทมีภาระเงินกู้ยืมจากธนาคาร (ระยะสั้นและระยะยาว) ทั้งหมด 101 ลบ. เป็นการกู้ยืมเพื่อซื้อที่ดินสำหรับก่อสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่ โดยมีเงื่อนไขหลัก 3 ข้อ 1) ให้ผศ.นพ.ชลธิศ สินรัชตานันท์ ดำรงตำแหน่งเป็นหัวหน้าทีมแพทย์หลักของคลินิกตลอดอายุสัญญาเงินกู้ 2) กำหนด Debt Covenant โดยต้องมี D/E ratio ไม่เกิน 2.5x (ให้นับรวมเงินกู้ยืมกรรมการเป็นส่วนทุนได้) และ 3) ให้คงสัดส่วนการถือหุ้นใน TRP ของครอบครัว สินรัชตานันท์ และในนามบจ. สานฝันโฮลดิ้ง ทั้งทางตรงและทางอ้อมในสัดส่วนไม่ต่ำกว่า 40%

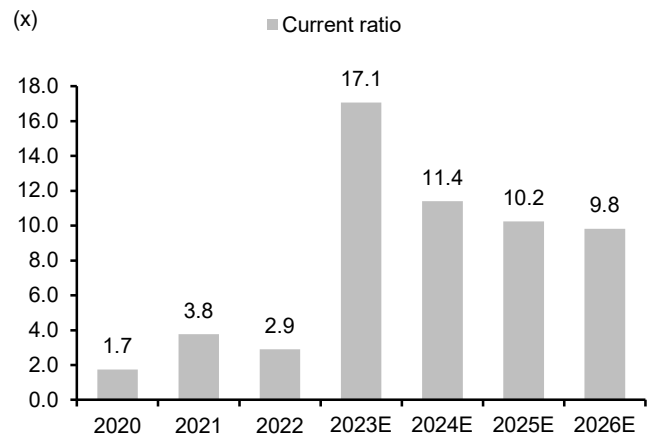
ภายหลังขายหุ้น IPO แล้วเสร็จ เราคาด Current ratio สิ้นปี 2023 จะขยับสูงขึ้นเป็น 17.1 เท่า ส่วน D/E ratio คาดจะลดลงเหลือ 0.04 เท่า และ ROE คาดจะลดลงเป็น 9.9% ภายหลังฐานส่วนทุนสูงขึ้นจาก IPO อย่างไรก็ตาม คาด ROE จะขยับขึ้นเป็นตัวเลขสองหลักอีกครั้งในปี 2024-25 ที่ 11.7% และ 12.7% ตามลำดับ

Exhibit 35: D/E Ratio



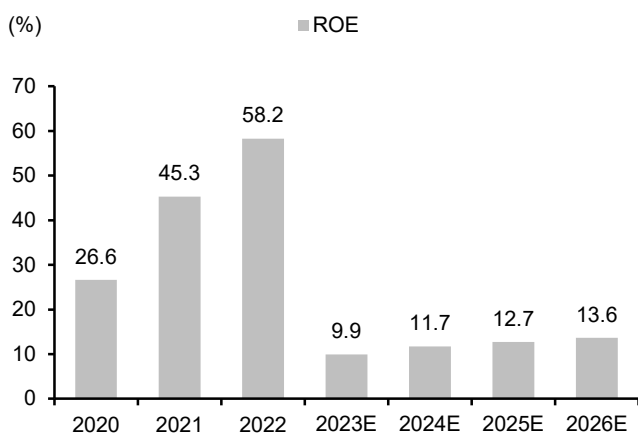
Sources: TRP, FSSIA estimates

Exhibit 36: Current Ratio



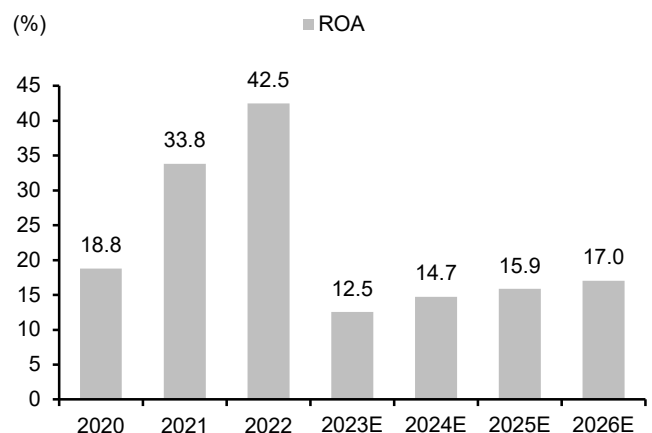
Sources: TRP, FSSIA estimates

Exhibit 37: Return on equity



Sources: TRP, FSSIA estimates

Exhibit 38: Return on asset



Sources: TRP, FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสม TRP ปี 2024 เท่ากับ 26 บาท อิงวิธี DCF valuation เนื่องจากมีความเหมาะสมกับการประเมินมูลค่าธุรกิจโรงพยาบาลศัลยกรรมด้านความงาม ที่มีแผนขยายจำนวนเตียงชัดเจน และมีแนวโน้มการเติบโตสม่ำเสมอ โดยเรานำ FCFF มาคิดลดด้วย WACC 7.8%, Beta 0.9 (ใกล้เคียง Beta ของ MASTER และตลาด MAI), Risk Premium 7.2% และ Terminal Growth 3% ทั้งนี้ที่ราคาเป้าหมาย 26 บาท Implied PE และ EV/EBITDA ที่ 35 เท่า และ 18.8 เท่า ตามลำดับ

Exhibit 39: TRP – DCF valuation table

(THB m)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	327	371	422	462	516	560
FCFF	(124)	232	290	340	406	460
Risk premium	7.2					
Beta	0.9					
WACC (%)	7.8					
Terminal growth (%)	3.0					
Terminal value	10,245					
NPV (value of the firm)	8,060					
Equity values	9,065					
No. of shares	350					
Share price (THB/share)	25.9					

Source: FSSIA estimates

สำหรับ Target PE ที่เราประเมินให้กับ TRP ที่ 35 เท่า ถือว่าใกล้เคียงกับ Forward PE ปี 2024 ของ MASTER ซึ่งเรามองว่าเป็น 2 บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน แม้จะเป็น Target PE ที่สูงกว่า PE ปัจจุบันของกลุ่มโรงพยาบาล (BDMS, BH, THG, BCH, PR9) เล็กน้อย แต่ด้วยอัตรากำไรขั้นต้นของโรงพยาบาลศัลยกรรม (เฉลี่ย 54-55%) สูงกว่าโรงพยาบาลรักษาโรคทั่วไป (เฉลี่ย 35.8%) และแนวโน้มการเติบโตของกำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้าของโรงพยาบาลศัลยกรรมสูงกว่าโรงพยาบาลรักษาโรคทั่วไปพอสมควร ดังนั้น Target PE ที่ 35 เท่า สำหรับ TRP ถือว่ามีความเหมาะสม

Exhibit 40: Peers comparison (as of Sep 8, 2023)

Company	Market cap (THB m)	GPM	NPM	NPAT growth		ROE		PER		EV/EBITDA	
		23E (%)	23E (%)	23E (%)	24E (%)	23E (%)	24E (%)	23E (x)	24E (x)	23E (x)	24E (x)
BDMS	433,057	35.9	13.8	7.2	8.7	14.7	15.1	32.0	29.7	18.7	17.5
BH	202,696	49.5	26.6	35.5	6.1	30.5	27.8	30.9	28.8	21.8	20.4
THG	56,780	30.3	10.3	(27.9)	8.4	10.7	10.8	49.2	45.3	26.4	24.4
BCH	48,378	30.3	12.0	(51.7)	17.3	11.1	12.1	32.8	27.8	16.3	14.8
PR9	13,760	33.1	13.0	0.2	12.5	11.3	11.7	24.1	21.5	12.9	11.8
Average		35.8	15.1	2.8	8.5	15.7	15.5	33.8	30.6	19.2	17.8
MASTER	17,160	54.2	19.6	35.2	33.2	42.9	37.8	46.1	34.5	31.1	23.2
KLINIQ	8,140	54.0	13.1	37.9	17.6	16.2	17.3	28.7	24.3	12.7	10.4
Average		54.1	16.4	36.3	27.9	29.6	27.6	37.4	29.4	21.9	16.8

Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

TRP มีแผนขายหุ้นสามัญให้กับประชาชนครั้งแรกจำนวนไม่เกิน 90 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 0.5 บาท/หุ้น) คิดเป็น 25.71% ของหุ้นสามัญที่ชำระแล้วหลัง IPO ทั้งนี้จะเสนอขายให้แก่ประเภทนักลงทุนดังนี้

Exhibit 41: สัดส่วนการเสนอขายหุ้น

ประเภทนักลงทุน	จำนวนหุ้นจัดสรร (ล้านหุ้น)	% ของหุ้น IPO
1. บุคคลตามดุลยพินิจของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์	67.0	75.0
2. ผู้มีอุปการคุณของบริษัท	13.5	15.0
3. กรรมการ ผู้บริหาร และ/หรือ พนักงานของบริษัท	9.0	10.0
รวม	90.0	100.0

Source: TRP

ทั้งนี้ การเสนอขายหุ้นในครั้งนี้ไม่ได้เป็นการขายเสนอขายต่อนักลงทุนรายย่อยหรือประชาชนเป็นการทั่วไป เนื่องจากความต้องการซื้อจากกลุ่มบุคคลข้างต้นเพียงพอต่อมูลค่ารวมของหุ้นที่เสนอขายในครั้งนี้แล้ว โดยภายหลัง IPO แล้วเสร็จบริษัทจะมีจำนวนหุ้นทั้งหมด 350 ล้านหุ้น (ทุนจดทะเบียน 175 ลบ.) เพิ่มขึ้นจาก 260 ล้านหุ้น (ทุนจดทะเบียนชำระแล้วก่อน IPO 130 ลบ.)

สำหรับเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่าห้ามผู้ถือหุ้นก่อนวันที่เสนอขายหุ้น IPO นำหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่อาจเป็นหุ้นรวม 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 192.5 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี ตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดฯ เมื่อครบ 6 เดือน สามารถขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ติด Silent (หรือ 48.125 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี

Exhibit 42: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ TRP

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2023		ภายหลังเสนอขายหุ้นต่อประชาชน	
		จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)	จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)
1	กลุ่มครอบครัวจรรย์ยืน	229,490,000	88.27	229,490,000	65.57
	- บจ.सानฝันโฮลดิ้ง	118,800,000	45.69	118,800,000	33.94
	- น.ท.หญิงสุวรรณี จรรย์ยืน ร.น.	80,000,000	30.77	80,000,000	22.86
	- ในนามบุคคลครอบครัวจรรย์ยืนและ สินรัชตานันท์	30,690,000	11.81	30,690,000	8.77
2	นายสิทธิวีร์ เกียรติชวนันท์	4,000,000	1.54	4,000,000	1.14
3	นางพิมพ์เพ็ญ ดีพันธุ์พงษ์	4,000,000	1.54	4,000,000	1.14
4	นายคงศักดิ์ เตชะวิบูลย์	3,010,000	1.16	3,010,000	0.86
5	นางสาวจุติมา พัชรลิขิตานันท์	3,000,000	1.15	3,000,000	0.86
6	นายมนต์สรร อัครนพเกียรติ	3,000,000	1.15	3,000,000	0.86
7	นางสาวศรีบุญญา อูราธรรมกุล	3,000,000	1.15	3,000,000	0.86
8	นายพลพงศ์ ชยางกูร	3,000,000	1.15	3,000,000	0.86
9	นายชันทิ วิวัฒน์วิศวกร	2,999,980	1.15	2,999,980	0.86
10	นายชัยยศ เต็นอริยะกุล	2,400,000	0.92	2,400,000	0.69
11	ผู้ถือหุ้นรายอื่น (จำนวน 5 ราย)	2,100,020	0.81	2,100,020	0.60
	เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป	--	--	90,000,000	25.71
	รวมจำนวนหุ้นทั้งหมด	260,000,000	100.00	350,000,000	100.00

Sources: TRP; FSSIA's compilation

วัตถุประสงค์การขายหุ้น IPO ครั้งนี้

- 1) เพื่อนำเงินไปลงทุนก่อสร้างโรงพยาบาล คาดจะแล้วเสร็จในปี 2024
- 2) เพื่อจัดซื้อเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์
- 3) เพื่อชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน
- 4) เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ และการลงทุนขยายธุรกิจอื่นๆ

นโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและเงินลงทุนสำรองตามกฎหมายในแต่ละปี (ถ้ามี)

ทั้งนี้การจ่ายเงินปันผลอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงิน สภาพคล่อง แผนการขยายธุรกิจ ความจำเป็น และความเหมาะสมอื่นใดในอนาคตและปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องในการบริหารงานของบริษัท ตามความเห็นสมควรหรือเหมาะสมของคณะกรรมการบริษัท

มติของคณะกรรมการบริษัทที่อนุมัติให้จ่ายเงินปันผลจะต้องนำเสนอเพื่อขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น เว้นแต่กรณีการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล คณะกรรมการบริษัทมีอำนาจอนุมัติให้ดำเนินการได้เมื่อเห็นว่าบริษัทมีกำไรสมควรพอที่จะจ่ายเงินปันผลโดยไม่มีผลกระทบต่อการทำงานของบริษัทและรายงานให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นทราบในการประชุมคราวต่อไป

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการแข่งขันสูงในอุตสาหกรรม

ธุรกิจให้บริการเสริมความงามมีการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง ทั้งการแข่งขันกับคู่แข่งสถานบริการรายเดิม และการเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่ที่มีจำนวนเพิ่มมากขึ้น รวมไปถึงลักษณะของการแข่งขันที่มีทั้งด้าน การตลาดและด้านราคา ถือเป็นความเสี่ยงต่อบริษัทหากการแข่งขันรุนแรงมากขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อ ผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์

เนื่องจากการให้บริการศัลยกรรมความงามต้องอาศัยแพทย์ และบุคลากรทางการแพทย์ที่มีคุณภาพและ ความเชี่ยวชาญเฉพาะทาง ขณะที่ปัจจุบันการผลิตแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์ยังไม่เพียงพอเพื่อ รองรับลูกค้าที่ต้องการทำศัลยกรรมความงามมากขึ้น นอกจากนี้บุคลากรทางการแพทย์ยังต้องใช้ระยะ เวลานานในการพัฒนาความรู้ความสามารถ ดังนั้นหากบริษัทไม่สามารถจัดหาหรือพัฒนาทีมแพทย์และ บุคลากรทางการแพทย์ที่มีความเชี่ยวชาญได้ทันเวลา อาจมีความเสี่ยงที่บริษัทจะขาดแคลนบุคลากร ทางทางการแพทย์ และส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในท้ายที่สุด

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมผู้บริโภค

เนื่องด้วยพฤติกรรมของผู้บริโภคมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว และมีความต้องการซับซ้อน หลากหลายมากยิ่งขึ้น รวมถึงมีความนิยมชื่นชมลักษณะรูปร่างหน้าตาปราศจาก คิลปิน ดังนั้นหากบริษัท ไม่ปรับตัวให้ทันกับกระแสความนิยมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป อาจทำให้บริษัทเผชิญความเสี่ยง จากการเสียโอกาสในการสร้างรายได้ด้วยการไม่สามารถดึงดูดลูกค้าใหม่ และไม่สามารถรักษาลูกค้าเก่าไว้ได้

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้าหลัก

บริษัทมีการซื้อขาย เวชภัณฑ์ และอุปกรณ์ทางการแพทย์ จากลูกค้ารายหนึ่งคือ บจ.ดีเคเอสเอสเอช (ประเทศไทย) โดยในปี 2022 และ 1H23 มียอดสั่งซื้อจากลูกค้ารายนี้คิดเป็น 38.03% และ 41.87% ของยอดซื้อ สินค้าทั้งหมดของบริษัท ที่ผ่านมากู้คำรายดังกล่าวมีศักยภาพการดำเนินงานที่ดีมาโดยตลอด สามารถ ตอบสนองความต้องการของบริษัทได้รวดเร็วและมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม เพื่อบริหารจัดการ ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใดรายหนึ่ง จึงมีแผนทางการจัดซื้อยา เวชภัณฑ์ และเครื่องมือทางการแพทย์ กับลูกค้ารายอื่นที่มีชื่อเสียง เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงบุคลากรสำคัญ

เนื่องจากบริษัทมี ผศ.นพ.ชลธิศ สินรัชชานันท์ เป็นผู้บริหารหลักที่มีส่วนสำคัญในการจัดการและ พัฒนาบริษัทมาตั้งแต่เริ่มแรก เป็นผู้ที่มีประสบการณ์ ความรู้ความเชี่ยวชาญ โดยถือเป็นอาจารย์ของ แพทย์ทุกท่าน รวมถึงเป็นที่รู้จัก และมีชื่อเสียงในอุตสาหกรรมมายาวนาน ที่ผ่านมามีการใช้ชื่อ ผศ.นพ. ชลธิศ คู่กับธีรพรคลินิกคือ “ธีรพรคลินิก โดยหมอชลธิศ” เพื่อสร้าง Brand Awareness ให้กับลูกค้า อย่างไรก็ตาม ในทางกลับกันก็ถือเป็นความเสี่ยงหนึ่งของบริษัทในการพึ่งพิงผู้บริหารคนสำคัญ

ความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้องจากการให้บริการ

บริษัทประกอบธุรกิจการให้บริการศัลยกรรมความงาม จึงได้ให้ความสำคัญต่อหัตถการ และความพึงพอใจของลูกค้าเป็นหลัก ซึ่งลูกค้าแต่ละรายมีความคาดหวังต่อผลลัพธ์ที่แตกต่างกัน และหากผลลัพธ์ไม่เป็นไปตามที่ลูกค้าคาดหวัง และไม่สามารถสร้างความพึงพอใจให้ลูกค้าได้ อาจเผชิญความเสี่ยงจากการ ถูกวิพากษ์วิจารณ์ในสื่อโซเชียล หรืออาจถูกฟ้องร้องได้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อชื่อเสียง และผลการดำเนินงานของบริษัทได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทได้มีการรับประกันผลลัพธ์หลังผ่าตัดเป็นระยะเวลา 1 ปี รวมถึงมีนโยบายให้แพทย์ทุกท่านสมัครกรมธรรม์การประกันภัยความรับผิดชอบตามกฎหมายสำหรับผู้ ประกอบวิชาชีพการแพทย์ (Medical Malpractice Insurance Policy) เพื่อลดความเสี่ยงจากค่าใช้จ่ายที่ อาจเกิดขึ้นจากการถูกฟ้องร้อง

Appendix

Company Overview

TRP ดำเนินธุรกิจสถานพยาบาลด้านคลินิกเวชกรรมภายใต้ชื่อ “ซีรพรคลินิก” เพื่อให้บริการศัลยกรรมความงามบนใบหน้า เช่น การผ่าตัดตึงหน้า (Face-Lock) การผ่าตัดตาสองชั้น การผ่าตัดเสริมจมูก และบำรุงผิวพรรณ บริษัทมีประสบการณ์มายาวนานกว่า 33 ปี ปัจจุบันมีทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ 26 คน บริษัทมีรายได้หลักจากการให้บริการศัลยกรรม 92.5% ของรายได้ให้บริการรวมงวด 1H23 โดยมาจากศัลยกรรมผ่าตัดตึงหน้ามากที่สุด 64% รองมาคือ ผ่าตัดตา 18.7% และผ่าตัดจมูก 4.2%

ผู้ก่อตั้งคือ นาวาโทหญิงสุวรรณี จิรยงยืน ร.น. และครอบครัว และมีผู้นำทีมแพทย์และที่ปรึกษาคือ ผศ.นพ.ชลธิศ สินรัชตานันท์ อดีตนายกสมาคมศัลยกรรมตกแต่งใบหน้าแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นผู้ที่มีประสบการณ์ ความเชี่ยวชาญ และมีชื่อเสียงในวงการมายาวนาน อีกทั้งยังเป็นทีปรึกษา และเป็นอาจารย์ถ่ายทอดความรู้เทคนิคให้แก่ทีมแพทย์

สถานให้บริการปัจจุบันของซีรพรคลินิก เป็นอาคารสำนักงาน 5 ชั้น มีพื้นที่ใช้สอย 1,157 ตร.ม. ตั้งอยู่ที่ ถ.เจริญนคร แขวงคลองสาน โดยมีห้องผ่าตัด 6 ห้อง ซึ่งเป็นพื้นที่เช่า และด้วยปริมาณลูกค้าที่เพิ่มขึ้นในทุกปี ทำให้บริษัทตัดสินใจเช่าซื้อที่ดินในเขตธนบุรีขนาด 2-2-83 ไร่ และอยู่ระหว่างก่อสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่ ภายใต้พื้นที่ให้บริการราว 9,918 ตร.ม. และจะมีห้องผ่าตัด 12 ห้อง โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จใน 4Q24 คาดจะสามารถรองรับการขยายตัวของลูกค้า และช่วยหนุนการเติบโตได้มากขึ้นตั้งแต่ปี 2025 เป็นต้นไป

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสม TRP ปี 2024 เท่ากับ 26 บาท อิงวิธี DCF valuation เนื่องจากมีความเหมาะสมกับการประเมินมูลค่าธุรกิจโรงพยาบาลศัลยกรรมด้านความงาม ที่มีแผนขยายจำนวนเตียงชัดเจน และมีแนวโน้มการเติบโตสม่ำเสมอ โดยเรานำ FCFF มาคิดลดด้วย WACC 7.8%, Beta 0.9 (ใกล้เคียง Beta ของ MASTER และตลาด MAI), Risk Premium 7.2% และ Terminal Growth 3% ทั้งนี้ที่ราคาเป้าหมาย 26 บาท Implied PE และ EV/EBITDA ที่ 35 เท่า และ 18.8 เท่า ตามลำดับ

Target PE ที่เราประเมินให้กับ TRP ที่ 35 เท่า ถือว่าใกล้เคียงกับ Forward PE ปี 2024 ของ MASTER ซึ่งเรามองว่าเป็น 2 บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน ถือว่าเป็น PE ที่เหมาะสมสำหรับ TRP

ESG

Environment

- ในปี 2021 บริษัทมีการจัดทำรายงานการประเมิน Carbon Footprint ขององค์กรเป็นครั้งแรกเพื่อใช้เป็นข้อมูลพื้นฐาน โดยมี จ.บุโร เวอรทิส เซอทิฟิเคชั่น (ประเทศไทย) เป็นผู้ทวนสอบประเภทนิติบุคคลที่อยู่ในระบบขึ้นทะเบียนผู้ประเมินภายนอกสำหรับการขอเครื่องหมายรับรอง Carbon Footprint ขององค์กรการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก (องค์กรมหาชน)
- ในปี 2022 พบว่าบริษัทมีความเข้มข้นในการปล่อยก๊าซเรือนกระจกภายในปี (Carbon Intensity) ลดลงเมื่อเทียบกับปี 2021 สะท้อนถึงการบริหารจัดการควบคุมการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ดีของบริษัท นอกจากนี้บริษัทยังมีแผนลดการใช้ไฟฟ้า เช่น การติดตั้งแผง Solar Cell บนอาคารโรงพยาบาลที่กำลังก่อสร้าง

Social

- บริษัทดำเนินธุรกิจโดยมีความรับผิดชอบต่อสังคม ภายใต้หลักพื้นฐานทางจริยธรรม เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง
- นอกจากบริษัทจะตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อชุมชนและสังคม เพื่อสร้างความเข้มแข็ง และตอบแทนคืนสู่สังคมอย่างแท้จริงแล้ว บริษัทยังปฏิบัติต่อพนักงานและแรงงานอย่างเป็นธรรม และจัดให้มีสวัสดิการพนักงานในระดับต่างๆ รวมถึงส่งเสริมการพัฒนาบุคลากร ตัวการจัดให้มีการอบรม สัมมนา เพื่อพัฒนาความรู้ความสามารถศักยภาพของบุคลากร
- บริษัทคำนึงถึงความปลอดภัยของลูกค้า และจะปฏิบัติต่อลูกค้าด้วยความเข้าใจ รับฟังความคิดเห็นของลูกค้าเพื่อแก้ไขปรับปรุงอย่างมีประสิทธิภาพ อีกทั้งจัดให้มีระบบลูกค้าสัมพันธ์เพื่อใช้ติดต่อสื่อสาร และรับเรื่องร้องเรียน เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างรวดเร็ว

Governance

- คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยกรรมการจำนวน 9 คน โดยมีกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 3 คน และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 6 คน ซึ่งประกอบด้วยกรรมการอิสระจำนวน 3 คน ไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด เพื่อทำให้เกิดการถ่วงดุลในการพิจารณาและออกเสียงในเรื่องต่างๆ
- บริษัทกำหนดห้ามมิให้กรรมการ ผู้บริหาร พนักงานที่อยู่ในหน่วยงานที่รับทราบข้อมูลภายใน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทภายใน 1 เดือน ก่อนเปิดเผยงบการเงินรายไตรมาสหรือรายปี จนถึง 24 ชั่วโมง หลังเปิดเผยงบการเงินหรือสารสนเทศต่อหน่วยงานที่เกี่ยวข้องแล้ว

Financial Statements

Aesthetic Connect

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	428	854	762	915	1,050
Cost of goods sold	(207)	(381)	(341)	(406)	(481)
Gross profit	220	473	421	509	569
Other operating income	0	0	1	1	1
Operating costs	(78)	(131)	(156)	(183)	(200)
Operating EBITDA	156	356	319	431	495
Depreciation	(12)	(13)	(53)	(103)	(123)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	143	342	266	327	371
Net financing costs	(1)	(3)	(3)	(2)	0
Associates	-	-	-	-	-
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	142	340	262	325	371
Tax	(29)	(69)	(52)	(65)	(74)
Profit after tax	113	270	210	260	297
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	113	270	210	260	297
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	113	270	210	260	297
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.44	1.04	0.60	0.74	0.85
Reported EPS	0.44	1.04	0.60	0.74	0.85
DPS	0.23	1.03	0.36	0.45	0.51
Diluted shares (used to calculate per share data)	260	260	350	350	350
Growth					
Revenue (%)	93.0	99.6	(10.7)	20.0	14.8
Operating EBITDA (%)	160.5	128.8	(10.3)	35.0	14.8
Operating EBIT (%)	201.5	139.2	(22.3)	23.2	13.4
Recurring EPS (%)	134.4	138.7	(42.3)	23.9	14.2
Reported EPS (%)	134.4	138.7	(42.3)	23.9	14.2
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	51.6	55.4	55.2	55.7	54.2
Gross margin exc. depreciation (%)	54.5	57.0	62.3	67.0	66.0
Operating EBITDA margin (%)	36.4	41.7	41.9	47.1	47.1
Operating EBIT margin (%)	33.5	40.1	34.9	35.8	35.4
Net margin (%)	26.5	31.7	27.6	28.4	28.3
Effective tax rate (%)	20.2	20.4	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	52.1	98.8	60.0	60.0	60.0
Interest cover (X)	114.6	122.7	78.2	148.9	-
Inventory days	5.3	3.2	4.0	3.7	3.7
Debtor days	1.2	1.0	1.7	1.5	1.5
Creditor days	53.7	43.1	55.6	55.6	55.8
Operating ROIC (%)	(1,663.0)	248.1	48.9	32.5	28.9
ROIC (%)	131.5	132.8	39.3	28.3	25.8
ROE (%)	45.5	58.2	15.6	12.0	13.0
ROA (%)	34.3	42.8	14.2	11.6	12.4
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Revenue from surgery	396	796	704	847	974
Revenue from anaesthesia	18	37	35	42	49
Revenue from non-surgery	13	21	23	25	28

Sources: Aesthetic Connect ; FSSIA estimates

Financial Statements

Aesthetic Connect

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	113	270	210	260	297
Depreciation	12	13	53	103	123
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(81)	-	-	-	-
Change in working capital	239	15	(15)	15	15
Cash flow from operations	284	299	248	378	436
Capex - maintenance	(13)	(316)	(400)	(500)	(200)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	(39)	(1)	(20)	(5)	(4)
Cash flow from investing	(51)	(317)	(420)	(505)	(204)
Dividends paid	(80)	(60)	(123)	(156)	(178)
Equity finance	189	0	1,461	0	0
Debt finance	1	101	(132)	0	0
Other financing cash flows	(231)	2	(2)	0	0
Cash flow from financing	(121)	44	1,204	(156)	(178)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	161	0	0	0	0
Net other adjustments	161	0	0	0	0
Movement in cash	272	25	1,033	(282)	54
Free cash flow to firm (FCFF)	233.43	(15.67)	(167.62)	(124.03)	231.57
Free cash flow to equity (FCFE)	163.06	84.97	(305.13)	(125.92)	231.84

Per share (THB)

FCFF per share	0.67	(0.04)	(0.48)	(0.35)	0.66
FCFE per share	0.47	0.24	(0.87)	(0.36)	0.66
Recurring cash flow per share	0.17	1.09	0.75	1.04	1.20

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	42	344	691	1,087	1,164
Less: Accumulated depreciation	0	0	0	0	0
Tangible fixed assets (net)	42	344	691	1,087	1,164
Intangible fixed assets (net)	2	3	3	3	3
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	-	-	-	-	-
Cash & equivalents	329	354	1,387	1,105	1,159
A/C receivable	1	4	3	4	5
Inventories	3	4	3	3	4
Other current assets	0	0	0	0	0
Current assets	333	362	1,393	1,113	1,167
Other assets	94	93	113	117	122
Total assets	470	803	2,200	2,321	2,456
Common equity	359	569	2,117	2,221	2,340
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	359	569	2,117	2,221	2,340
Long term debt	22	106	0	0	0
Other long-term liabilities	1	3	2	2	2
Long-term liabilities	23	109	2	2	2
A/C payable	41	46	42	50	59
Short term debt	9	27	0	0	0
Other current liabilities	38	52	40	48	55
Current liabilities	88	125	82	98	114
Total liabilities and shareholders' equity	470	803	2,200	2,321	2,456
Net working capital	(75)	(90)	(75)	(90)	(105)
Invested capital	62	351	732	1,118	1,184

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	1.38	2.19	6.05	6.35	6.69
Tangible book value per share	1.37	2.18	6.04	6.34	6.68

Financial strength

Net debt/equity (%)	(83.1)	(39.0)	(65.5)	(49.7)	(49.5)
Net debt/total assets (%)	(63.4)	(27.6)	(63.0)	(47.6)	(47.2)
Current ratio (x)	3.8	2.9	17.1	11.4	10.2
CF interest cover (x)	131.6	31.4	(88.7)	(56.2)	-

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring P/E (x) *	32.1	13.5	23.3	18.8	16.5
Recurring P/E @ target price (x) *	59.7	25.0	43.3	35.0	30.6
Reported P/E (x)	32.1	13.5	23.3	18.8	16.5
Dividend yield (%)	1.6	7.3	2.6	3.2	3.6
Price/book (x)	10.1	6.4	2.3	2.2	2.1
Price/tangible book (x)	10.2	6.4	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA (x) **	21.5	9.6	11.0	8.8	7.6
EV/EBITDA @ target price (x) **	41.6	18.4	24.2	18.6	16.0
EV/invested capital (x)	54.0	9.8	4.8	3.4	3.2

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Aesthetic Connect ; 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)¹

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).

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result 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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at [Thai IOD website](#). 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. **FSSIA** does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

AGM Checklist by the Thai Investors Association (TIA)²

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)³

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)⁴ 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 Indices⁵ (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:

¹ 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.

² 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.

³ 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.

⁴ Sustainability Investment List ([THSI](#)), created by the Stock Exchange of Thailand in 2015, comprises the listed companies that conduct sustainable business operations.

⁵ 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

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 Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA 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

All share prices are as at market close on, 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.