

MASTER STYLE MASTER TB

THAILAND / SERVICES

BUY

หนึ่งในผู้นำโรงพยาบาลศัลยกรรมของไทย

- MASTER ให้บริการด้านศัลยกรรมความงามครบวงจร เพิ่งขยายเตียงผ่าตัดเพิ่มเป็น 17 เตียง คาดหนุนให้กำไร 4Q23 ขยับขึ้นทำนิวไฮต่อเนื่อง
- ล่าสุดประกาศซื้อที่ดิน 10 ของปีนี้ จะทยอยรับรู้ส่วนแบ่งกำไรในปี 2024
- เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ ชื้อ ราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 71 บาท

TARGET PRICE	THB71.00
CLOSE	THB56.25
UP/DOWNSIDE	+26.2%
TP vs CONSENSUS	-13.6%

เริ่มรับรู้เตียงใหม่ได้เต็มไตรมาสตั้งแต่ 4Q23 เป็นต้นไป

MASTER ได้ขยายการให้บริการโรงพยาบาลแล้วเสร็จใน 3Q23 ที่ผ่านมา ทำให้จำนวนห้องผ่าตัดเพิ่มขึ้นเป็น 17 เตียง จากเดิม 7 เตียง และปัจจุบันมีจำนวนแพทย์ให้บริการ 45 คน สามารถรองรับจำนวนลูกค้าที่เพิ่มขึ้นจากทั้งลูกค้าไทย และลูกค้าต่างชาติ ได้ทั้งหมด สิ้น 9M23 มีสัดส่วนรายได้ลูกค้าต่างชาติ 24% สูงขึ้นจาก 18% ในปี 2022 ระยะสั้นคาดการณ์กำไร 4Q23 ยังเดินหน้าทำนิวไฮต่อเนื่องที่ 115 ลบ. +14.8% q-q, +45.6% y-y เพราะเป็นช่วง High season ขณะที่มี Capacity รองรับได้อย่างเพียงพอ และแก้ปัญหาลูกค้ารอคิวนาน ซึ่งมีความเสี่ยงที่ลูกค้าเปลี่ยนใจไปใช้บริการที่อื่น

ประกาศเข้าลงทุนเป็นดิลที่ 10 ของปีนี้

ล่าสุดประกาศเข้าลงทุนเป็นดิลที่ 10 เข้าลงทุน 40% ใน V Square Clinic มูลค่า 720 ลบ.รวมกับ 9 ดิลก่อนหน้า คิดเป็นมูลค่าลงทุน 1,576 ลบ. ทั้งนี้บริษัทได้รับเงินจากการเพิ่มทุนขาย IPO ตอนต้นปี 2023 ราว 2.3 พันลบ. จึงยังไม่มีการอาศัยเงินกู้ยืมจากธนาคาร ทำให้สภาพคล่องโดยรวมของบริษัทยังแข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม แต่ละดิลต้องใช้เวลาราว 3-6 เดือน ในการทำธุรกรรมแล้วเสร็จ และทั้ง 10 ดิล เป็นการเข้าลงทุนไม่เกิน 40% ระยะสั้นคาดการณ์รับส่วนแบ่งกำไรจาก 2 ดิลแรก Wind clinic และ Kin Corporation ใน 4Q23 ราว 10 ลบ. ส่วนดิลที่เหลือคาดว่าจะทยอยรับรู้ตลอดปี 2024 เบื้องต้นคาดการณ์รับส่วนแบ่งกำไรปี 2024 ราว 105 ลบ. คิดเป็น 19.6% ของกำไรสุทธิทั้งปี

ปัจจัยหนุนการเติบโตจะมาจกทั้ง Organic และ Inorganic

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023 จะทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 367 ลบ. (+22% y-y) และคาดการณ์ปี 2024 จะโตต่อเนื่อง +46% y-y จากทั้ง Organic จำนวนลูกค้าเข้ารับบริการมากขึ้น และสามารถใช้อาคารใหม่ได้เต็มปี และจาก Inorganic ด้วยการทยอยรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก 10 ดิลที่เข้าลงทุนในปี 2023 อย่างไรก็ตาม กรณีไม่รวมส่วนแบ่งกำไรจาก 9 ธุรกิจ ดังกล่าว คาดว่ากำไรสุทธิปี 2024-25 จะเติบโตราว 26% y-y และ 15% y-y ตามลำดับ

ประเมินราคาเป้าหมายที่ 71 บาท

เริ่มต้นแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 71 บาท ถึง Target PE ที่ 35x โดยมาจาก Organic 59 บาท และ Inorganic 10 ดิลอีก 12 บาท ราคาหุ้นปัจจุบันเทรดบน 2024 PE ที่ 28x ใกล้เคียงกลุ่มโรงพยาบาล แต่สูงกว่า KLINIQ และ TRP ที่ 24.6x และ 21x ตามลำดับ เนื่องด้วยอัตราการเติบโตกำไรของ MASTER ที่สูงกว่าอยู่ที่ 46% ขณะที่คาดการณ์ TRP และ KLINIQ จะมีกำไรปี 2024 โต 24% และ 28% ตามลำดับ

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	1,483	1,883	2,216	2,517
Net profit	301	367	536	607
EPS (THB)	1.58	1.39	2.03	2.30
vs Consensus (%)	-	(3.1)	2.3	0.1
EBITDA	422	529	659	750
Recurring net profit	301	367	536	607
Core EPS (THB)	1.58	1.39	2.03	2.30
EPS growth (%)	(1.7)	(12.1)	45.8	13.3

Core P/E (x)	35.5	40.4	27.7	24.5
Dividend yield (%)	0.5	1.2	1.8	-
EV/EBITDA (x)	25.8	24.9	22.1	19.0
Price/book (x)	26.5	5.2	4.8	4.3
Net debt/Equity (%)	51.7	(59.1)	(10.1)	(16.9)
ROE (%)	105.5	22.5	17.9	18.5



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	19.7	(13.5)	n/a
Relative to country (%)	22.3	(3.0)	n/a
Mkt cap (USD m)	420		
3m avg. daily turnover (USD m)	2.1		
Free float (%)	0		
Major shareholder	Maschamadol family (68%)		
12m high/low (THB)	83.18/41.50		
Issued shares (m)	264.00		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Sureeporn Teewasuwet

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

Investment thesis

คาดการณ์มูลค่าตลาดคล้ายกรรมความงามในไทยในช่วงปี 2023-30 จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 9.7% CAGR ใกล้เคียงกับมูลค่าตลาดคล้ายกรรมความงามทั่วโลก นอกจากนี้ยังมีเทรนด์ Medical tourism เป็นอีกปัจจัยหนุนให้โรงพยาบาลคล้ายกรรมในไทยมีส่วนรายได้จากลูกค้าต่างชาติเพิ่มขึ้น ช่วยหนุนการเติบโตในอนาคต

ขณะที่เรามองจุดแข็งของ MASTER คือ ชื่อเสียงเป็นที่รู้จักมานานราว 10 ปี และด้วยประสบการณ์ของคุณหมอระวีวัฒน์ มาศฉมาดล รวมถึงแพทย์ที่มีชื่อเสียงท่านอื่นๆในโรงพยาบาล ทำให้ได้รับการยอมรับจากลูกค้า นำไปสู่การบอกต่อ และการรื้อฟื้นในโซเชียลมีเดียของลูกค้าที่เข้ามาใช้บริการ นอกจากนี้บริษัทยังมีการขยายโรงพยาบาลรวมถึงการเข้าลงทุนในธุรกิจอื่น เพื่อต่อยอดการเติบโตของผลประกอบการในระยะยาว

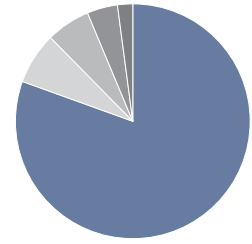
Company profile

MASTER ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลคล้ายกรรมด้านความงาม ภายใต้ชื่อโรงพยาบาลมาสเตอร์พีซ ก่อตั้งขึ้นปี 2012 ปัจจุบันมีจำนวนห้องผ่าตัดให้บริการ 17 เตียง ถือเป็นผู้นำให้บริการคล้ายกรรมความงามอย่างครบวงจร โดยแบ่งสัดส่วนรายได้ออกเป็น 4 ประเภทการบริการ ได้แก่ Surgery, Skin, Hair treatment และ Aftercare ซึ่ง Surgery มีสัดส่วนรายได้มากที่สุดราว 81% ของรายได้รวม

www.masterpiecehospital.com

Principal activities (revenue, 2022)

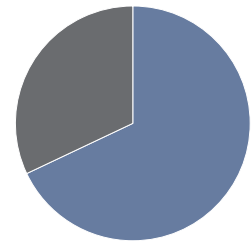
- Surgery - 80.5 %
- Skin - 7.1 %
- Hair treatment - 6.1 %
- Aftercare - 4.2 %
- Others - 2.1 %



Source: Master Style

Major shareholders

- Maschamadol family - 68.0 %
- Others - 32.0 %



Source: Master Style

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตในปี 2024 คือ 1) จำนวนลูกค้าเข้ารับบริการคล้ายกรรมเพิ่มขึ้น 2) อัตราการใช้บริการห้องผ่าตัดเพิ่มขึ้นช่วยหนุน Operating Leverage และ 3) รับรู้กำไรและ Synergy จากการ M&A

Risks to our call

ความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเราคือ 1) การแข่งขันสูงขึ้น 2) เกิดโรคระบาดจนนำไปสู่การล็อกดาวน์ 3) อัตราการใช้บริการห้องผ่าตัดใหม่ต่ำกว่าคาด 4) ต้นทุนแพทย์และค่าใช้จ่ายสูงกว่าคาด และ 5) ธุรกิจที่ M&A มีผลการดำเนินงานขาดทุน

Event calendar

Date	Event
March 2024	2023 results announcement

Key assumptions

	2023E	2024E	2025E
Total OR room (no.)	17	17	17
Capacity hours (hours)	64,605	88,330	88,330
Operating hours (hours)	48,147	54,272	58,866
Utilisation rate (%)	74.5	61.4	66.6

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 5% increase in revenue, we estimate 2024 net profit to rise by 3.9%, and vice versa, all else being equal.
- For every 0.5% increase in GPM, we estimate 2024 net profit to rise by 2%, and vice versa, all else being equal.
- For every 1% increase in SG&A, we estimate 2024 net profit to fall by 3.5%, and vice versa, all else being equal.

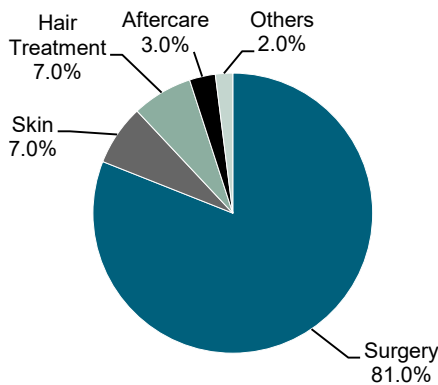
Source: FSSIA estimates

ผู้ให้บริการศัลยกรรมความงามครบวงจร

ผู้ก่อตั้งคือ นายแพทย์วีวัฒน์ มาศธมาตล โดยในปี 2012 เริ่มให้บริการคลินิกความงามที่สยามสแควร์ ภายใต้ชื่อ มาสเตอร์พีซคลินิก และในปี 2013 ได้จดทะเบียนจัดตั้งเป็น บจ.มาสเตอร์ สไตล์ และในปี 2018 ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบกิจการสถานพยาบาลเฉพาะทางด้วยจำนวนเตียง 7 เตียง และเปลี่ยนชื่อเป็น โรงพยาบาลมาสเตอร์พีซ ให้บริการด้านศัลยกรรมความงามครบวงจร และย้ายสถานประกอบการไปยังถนนสุขุทัย แขวงดุสิต กทม ซึ่งเป็นสถานประกอบการในปัจจุบัน ถัดมาในปี 2023 บริษัทได้ขยายพื้นที่ให้บริการของโรงพยาบาล และเพิ่มจำนวนเตียงผ่าตัดอีก 10 เตียง เป็น 17 เตียง เพื่อรองรับจำนวนลูกค้าได้มากขึ้น โดยเริ่มให้บริการเตียงผ่าตัดใหม่ตั้งแต่ 3Q23 ที่ผ่านมา

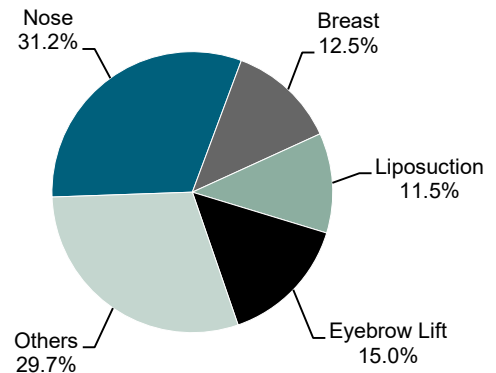
บริษัทถือเป็นผู้ให้บริการด้านศัลยกรรมอย่างครบวงจรประกอบด้วยบริการ 4 ประเภทได้แก่ 1) บริการด้านศัลยกรรม 2) บริการด้านการดูแลผิวพรรณ 3) บริการปลูกผมและดูแลเส้นผม และ 4) การดูแลหลังศัลยกรรม โดยบริษัทมีสัดส่วนรายได้หลักมาจากศัลยกรรม 81% ของรายได้รวมงวด 9M23 รองมาคือ บริการปลูกผมดูแลเส้นผม 7%, บริการดูแลผิวพรรณ 7% และการดูแลหลังศัลยกรรม 3% และอื่นๆ 2% ซึ่งให้บริการโดยทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญเฉพาะทางที่มีประสบการณ์ โดยบริษัทมีการให้บริการด้านศัลยกรรมหลากหลายประเภท สามารถแบ่งเป็นกลุ่มหลักได้ 5 กลุ่ม นำโดย ศัลยกรรมเสริมจมูก, ศัลยกรรมหน้าอก, ศัลยกรรมดูดไขมัน, ศัลยกรรมยกคิ้ว และศัลยกรรมอื่นๆ อาทิ ศัลยกรรมตา, ศัลยกรรมยุบโหนกคอตกราม และศัลยกรรมตัดหนังหน้าท้อง เป็นต้น

Exhibit 1: Revenue breakdown by type of service in 9M23



Source: MASTER, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Surgery revenue breakdown in 2022



Source: MASTER, FSSIA's compilation

Exhibit 3: Master Style Hospital



Source: MASTER

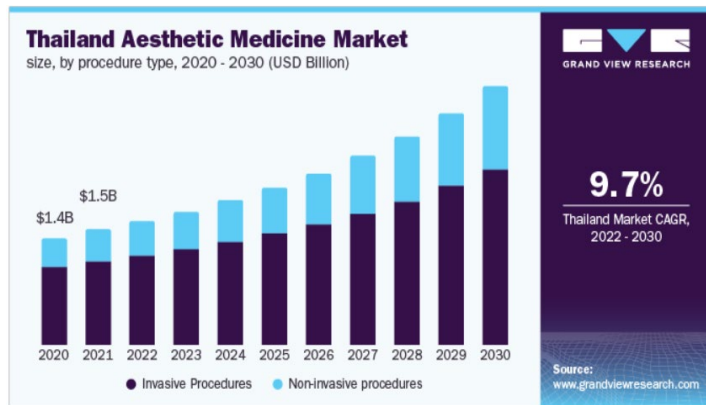
แนวโน้มตลาดศัลยกรรม และภาวะการแข่งขัน

แนวโน้มมูลค่าตลาดศัลยกรรมความงามเติบโตต่อเนื่อง

อ้างอิงข้อมูลจากเว็บไซต์ Grand View Research คาดการณ์มูลค่าตลาดเสริมความงามของไทยในปี 2020-27 จะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 16.6% CAGR และระดับ USD7.5 พันล้าน หรือราว 2.5 แสนล้านบาท ในปี 2027 โดยส่วนแบ่งการตลาดมาจากการให้บริการแบบ Invasive Procedures หรือการทำศัลยกรรม คิดเป็นสัดส่วนราว 74% ของมูลค่าตลาดความงามของไทย และอีก 26% เป็นการให้บริการแบบ Non-invasive Procedures (เช่น การใช้ยาฉีด ยาฉีด การนวด การกดจุด หรือการฝังเข็ม เป็นต้น) โดยปัจจัยหนุนการเติบโตมาจากความต้องการของผู้บริโภคในประเทศที่ให้ความสำคัญกับรูปลักษณ์และความงามมากขึ้น ขณะที่ให้การยอมรับและเปิดกว้างเรื่องการทำศัลยกรรมมากขึ้น รวมถึงการท่องเที่ยวที่กำลังทยอยฟื้นตัวหลังโควิดคลี่คลาย ซึ่งประเทศไทยยังคงมีจุดเด่นจากการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ ซึ่งไม่เพียงแต่การรักษาโรคทั่วไปเท่านั้น แต่ยังมีความต้องการรับบริการหัตถการด้านความงามด้วย เนื่องจากค่าใช้จ่ายทางการแพทย์ในไทยต่ำกว่าประเทศอื่น ขณะที่มีคุณภาพสูง และมีบุคลากรทางการแพทย์ด้านความงามที่มีความเชี่ยวชาญ

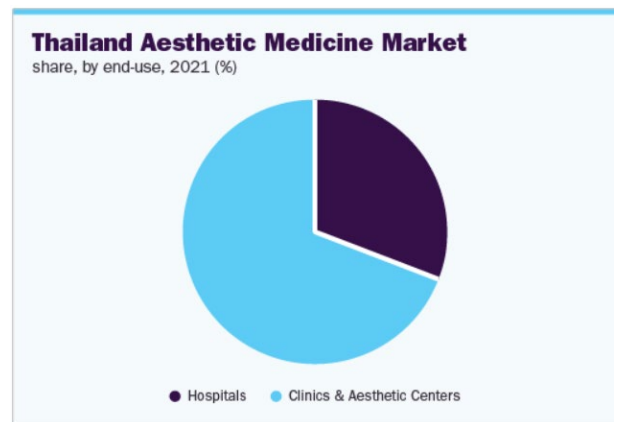
จากข้อมูลปี 2020 พบว่าหัตถการที่ได้รับความนิยมในไทยมีหลากหลายประเภท ได้แก่ การฉีดโบท็อกซ์ ซึ่งครองส่วนแบ่งการตลาดใหญ่ที่สุดในกลุ่มเสริมความงามที่ไม่ต้องอาศัยการผ่าตัดในปี 2020 ขณะที่การยกกระชับผิวและกำจัดไขมันส่วนเกินเฉพาะที่มีแนวโน้มการเติบโตที่สูงค่าเฉลี่ย 17% CAGR ส่วนการศัลยกรรมพบว่า การยกคิ้ว การยกกระชับหน้าอก ยกกระชับคอ ศัลยกรรมปาก และยกกระชับต้นขา มีส่วนแบ่งการตลาดมากที่สุดราว 33% ในปี 2020 โดยเฉพาะศัลยกรรมตามีอัตราการเติบโตสูงราว 14% CAGR

Exhibit 4: Thailand Aesthetic Medicine Market Size



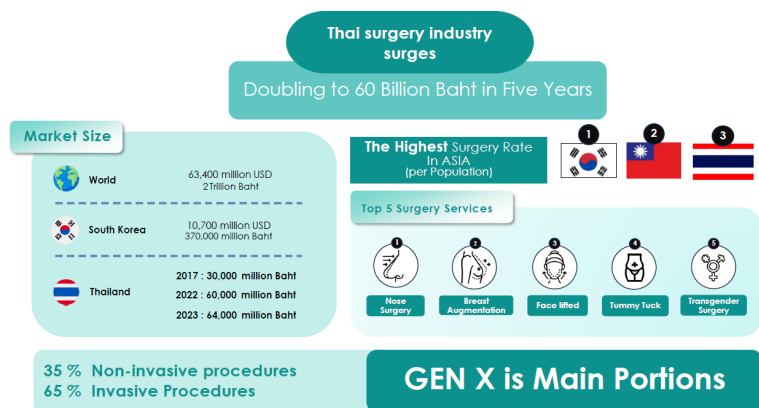
Source: [Grand View Research](#)

Exhibit 5: Thailand Aesthetic Medicine Market Share



Source: [Grand View Research](#)

Exhibit 6: Surgery Industry Trend



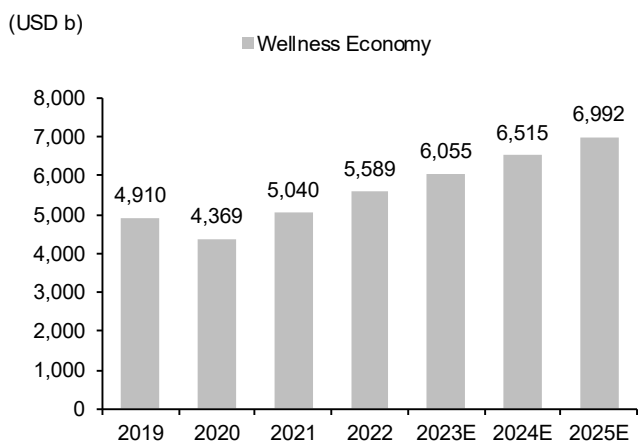
Source: MASTER's presentation (Allied Market Research)

ตลาดการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพเป็นอีกปัจจัยหนุนการเติบโตของธุรกิจศัลยกรรมความงาม

Grand View Research คาดการณ์มูลค่าตลาดเสริมความงามทั่วโลกในปี 2020-2027 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 19.3% CAGR และระดับ USD2.16 แสนล้าน ในปี 2027 เป็นอัตราการเติบโตที่สูงกว่าตลาดเสริมความงามของไทยเล็กน้อย ทั้งนี้เรายังมองเห็นศักยภาพการเติบโตของตลาดเสริมความงามของไทยที่ได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตของตลาดการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ อ้างอิงข้อมูลจาก Global Wellness Institute (GWI) คาดการณ์มูลค่าเศรษฐกิจเพื่อสุขภาพในปี 2025 อยู่ที่ USD7 ล้านล้าน มีอัตราการเติบโตราว 7.8% CAGR จากปี 2022 ขณะที่มูลค่าการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพทั่วโลกมีแนวโน้มการเติบโตที่สูงกว่าอยู่ที่ราว 11.4% CAGR เป็น USD1.1 ล้านล้าน จาก USD0.8 ล้านล้าน ในปี 2022 คาดทำให้สัดส่วนการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพเพิ่มขึ้นเป็น 16% ของมูลค่าเศรษฐกิจเพื่อสุขภาพรวมทั้งหมด สูงขึ้นจาก 14.6% ในปี 2022 ทั้งนี้ยังระบุว่าประเทศไทยจัดอยู่ในอันดับที่ 15 ของโลกในตลาดการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ

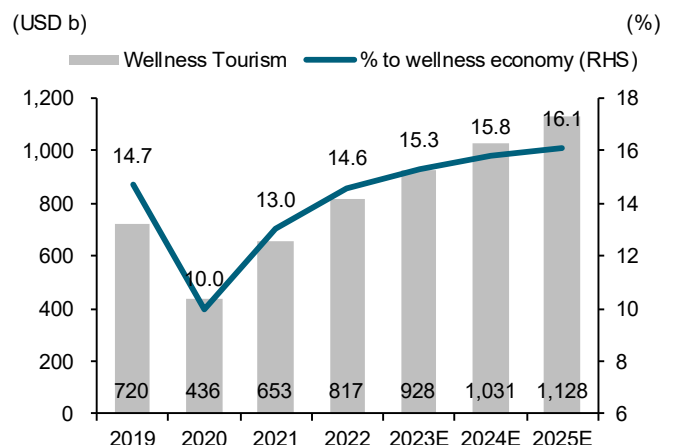
หากพิจารณาในรายละเอียด อิงข้อมูลจาก Allied Market Research คาดการณ์มูลค่าการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์เพื่อเสริมความงามของไทยในปี 2027 จะมีมูลค่าราว USD5.86 พันล้าน หรือคิดเป็น 24% ของมูลค่าตลาดท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ของไทย เรามองว่าโอกาสการเติบโตในส่วนนี้เป็นหนึ่งในปัจจัยหนุนตลาดศัลยกรรมความงามของไทย โดยสิ้น 9M23 MASTER มีสัดส่วนรายได้ลูกค้าต่างชาติราว 24.3% ของรายได้รวม เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจาก 4.9% และ 18.4% ในปี 2021-22 ตามลำดับ นอกจากนี้บริษัทจะมีจำนวนเตียงเพิ่มสามารถรองรับลูกค้าต่างชาติได้มากขึ้นแล้ว บริษัทยังเดินหน้ากลยุทธ์ทำการตลาดลูกค้าต่างชาติมากขึ้น โดยเฉพาะ อินโดนีเซีย CLMV และจีน

Exhibit 7: Global wellness economy market value



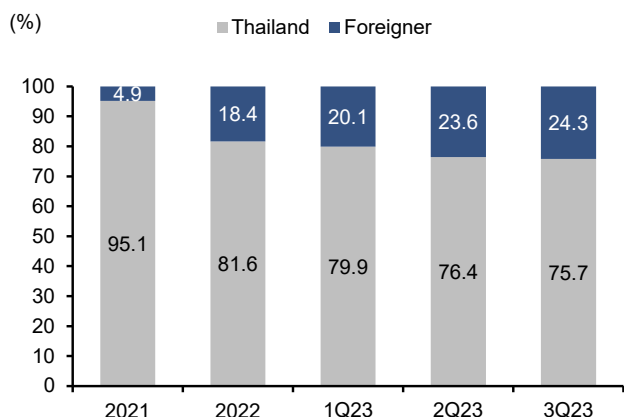
Sources: Global Wellness Institute, FSSIA's compilation

Exhibit 8: Global wellness tourism market value



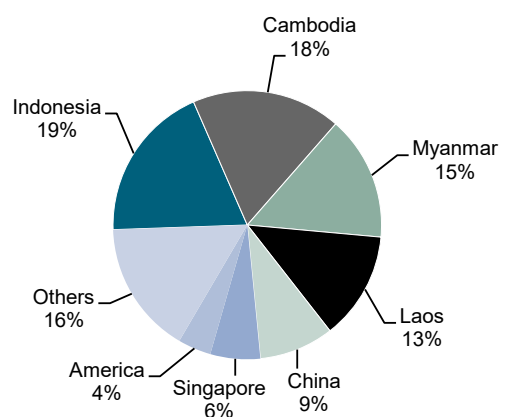
Sources: Global Wellness Institute, FSSIA's compilation

Exhibit 9: Revenue breakdown by customer



Sources: MASTER, FSSIA's compilation

Exhibit 10: Foreign customer revenue breakdown by country



Sources: MASTER, FSSIA's compilation

ภาวะการแข่งขันสูง

ตลาดให้บริการด้านความงามมีการเติบโตอย่างมากในช่วงก่อนโควิด ทำให้มีนักลงทุนเข้ามาเปิดคลินิกเสริมความงามจำนวนมาก และทำให้เกิดการแข่งขันในธุรกิจศัลยกรรมค่อนข้างสูง 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
- 2) **กลุ่มคลินิกเวชกรรมความงาม** เรามองว่ากลุ่มนี้มีการแข่งขันสูงกว่ากลุ่มโรงพยาบาลศัลยกรรม จากจำนวนผู้ประกอบการหลายราย ซึ่งสาขาส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในศูนย์การค้า ห้างสรรพสินค้าชั้นนำ ขณะที่การให้บริการประเภทต่างๆมีความคล้ายคลึงกัน 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

Exhibit 11: Peer Comparisons

Name of hospital / Clinic	Established year	No. of branches (no.)	Revenue		Net profit		GPM 2022 (%)	SG&A to sales 2022 (%)	NM 2022 (%)
			2021 (THB m)	2022 (THB m)	2021 (THB m)	2022 (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	2016	1	428	854	113	270	55.4	15.4	31.7
Yanhee	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
W Plastic Surgery	2018	1	148	230	2	16	66.3	51.9	7.1
Kamol Cosmetic	2009	1	124	143	2	2	32.6	35.4	1.7
Lelux	2006	1	150	150	3	1	48.9	47.8	0.8
Asia Cosmetic	2014	1	88	145	10	(8)	57.1	62.8	(5.8)
Wansiri	2012	1	63	191	(54)	(41)	34.7	51.1	(21.3)

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

ปัจจัยหนุนการเติบโตมาจากทั้ง Organic และ Inorganic

ตั้งแต่ต้นปี 2023 ประกาศเข้าลงทุน 10 คีลแล้ว

นับตั้งแต่ต้นปี 2023 จนถึงปัจจุบัน บริษัทได้ประกาศเข้าลงทุนไปแล้ว 10 คีล คิดเป็นมูลค่ารวม 1,576 ลบ. ทั้งนี้บริษัทได้รับเงินจากการขาย IPO ตอนต้นปีราว 2.3 พันลบ. และสิ้น 9M23 มีเงินสดและสินทรัพย์ทางการเงินในมืออยู่ที่ราว 2.06 พันลบ. จาก 10 คีลประกอบด้วย 7 ธุรกิจคลินิกเสริมความงาม, 1 ศูนย์ดูแลผู้สูงอายุ และ 2 ธุรกิจสื่อโฆษณา MASTER ได้เข้าถือหุ้นไม่เกินกว่า 40% ของแต่ละคีล บริษัทจะรับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไรขาดทุน และยังต้องการให้เจ้าของธุรกิจเป็นผู้ดำเนินงานหลักต่อไป เพราะเป็นผู้มีความเชี่ยวชาญในธุรกิจอยู่แล้ว

คีลล่าสุดที่เพิ่มประกาศเมื่อ 7 ธ.ค. คือเข้าลงทุน 40% ใน V Square Clinic มูลค่า 720 ลบ. โดยประกอบธุรกิจคลินิกเสริมความงาม ปัจจุบันมี 25 สาขา กระจายอยู่ในกทม.เป็นหลัก มีความเชี่ยวชาญ และมีชื่อเสียงด้านการฉีด Filler โดยรายได้หลักราว 90% มาจากหัตถการประเภทฉีด (Filler, Botox)

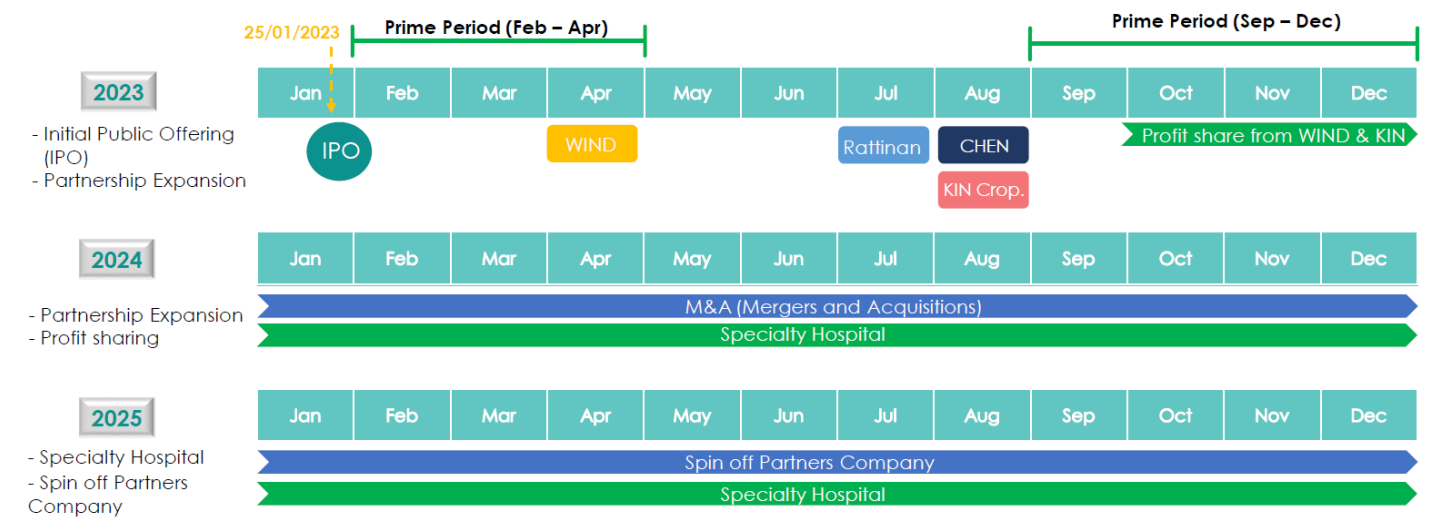
การเข้าลงทุนในธุรกิจเสริมความงาม ถือว่ายังอยู่ในธุรกิจเดิมที่ MASTER เชี่ยวชาญอยู่แล้ว คาดจะเกิด Synergy จากการร่วมมือกัน ผ่านการ Cross product, Cross doctors ไปจนถึงการ Cross knowledge ส่วนศูนย์ดูแลผู้สูงอายุ เพื่อขยายฐานธุรกิจออกไป และสร้างการเติบโตอย่างมั่นคงในอนาคต และธุรกิจสื่อโฆษณา เพื่อเป็นช่องทางโฆษณาผลิตภัณฑ์ของ MASTER ขณะที่ เป็นธุรกิจที่มีกำไรอยู่แล้ว จึงสามารถรับรู้ส่วนแบ่งกำไรได้ทันที คาดจะเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก 2 คีลแรกคือ Wind Clinic และ Kin Corporation ใน 4Q23 คีลที่เหลือจะรับรู้ในปี 2024 คาดต้องใช้เวลาราว 3-6 เดือน เพราะอยู่ระหว่างปรับปรุงงบการเงินของแต่ละบริษัทให้มีมาตรฐานเทียบเท่ากับ MASTER คาดจะทยอยรับรู้ได้ในแต่ละไตรมาสของปี 2024 เบื้องต้นเราคาดส่วนแบ่งกำไรใน 4Q23 อยู่ที่ราว 10 ลบ. และคาดรับรู้ในปี 2024 ได้ราว 105 ลบ. คิดเป็น 20% ของกำไรสุทธิรวม

Exhibit 12: รายละเอียด 10 ดีลของ MASTER

บริษัท	% ถือหุ้น	มูลค่าลงทุน (ลบ.)	ธุรกิจ	กำไรปี 2022 (ลบ.) *ข้อมูลจากกท.พาณิชย์
Me Plan Dee	40	64.0	ดำเนินธุรกิจคลินิกเสริมความ Wind Clinic มี 2 สาขาอยู่ที่ กทม. และอุบลราชธานี	na
Rattinan	20	38.85	ดำเนินธุรกิจคลินิกเสริมความงาม ปัจจุบันมีศูนย์ให้บริการที่สีลม กทม. โดยเป็นการเข้าถือหุ้นสามัญ 20% มูลค่า 38.85 ลบ. และให้เงินกู้ยืมอีก 31.15 ลบ. รวมเป็น 70 ลบ. ซึ่งมีเงื่อนไขให้ใช้สิทธิแปลงหนี้เป็นทุนได้ กรณีแปลงทั้งหมด จะเป็นการเข้าถือหุ้น 36%	10.0
De.Chen	40	94.22	ดำเนินธุรกิจคลินิกเสริมความงาม Dr.Chen Clinic มี 1 สาขาอยู่ที่ เชียงใหม่ จะนำเงินที่ได้จากการลงทุนของ MASTER ไปก่อสร้างโรงพยาบาลศัลยกรรมที่ชอยรามค่าแห่ง 160	na
Kin Corporation	40	160.0	ก่อตั้งปี 2018 ดำเนินธุรกิจสื่อประชาสัมพันธ์ ป้ายโฆษณา และ กิจกรรมส่งเสริมการตลาด	116.0
Twinkle Star	40	64.9	ซื้อ ขาย ผลิตสื่อโฆษณา ประชาสัมพันธ์ ปัจจุบันดูแลช่วงเวลา โฆษณาทางทีวี 3 รายการ	7.7
TYP Medical	40	73.7	ก่อตั้งปี 23 อยู่ระหว่างรับโอนคลินิกเสริมความงาม TYP Clinic อยู่ที่หาดใหญ่ สงขลา	na
CMNH	40	50.0	ศูนย์ดูแลผู้สูงอายุหรือผู้มีภาวะพึ่งพิง Chiang Mai Nursing Home Care อยู่ที่เชียงใหม่ 109 เตียง (Occ rate 92%) อยู่ระหว่างลงทุนก่อสร้างศูนย์ที่ 2	3.4
Doctor Top Hair	40	96.0	ก่อตั้งปี 23 อยู่ระหว่างรับโอนคลินิกเฉพาะทางด้านผิวหนังและความงาม The Skin Clinic มีความชำนาญด้านปลูกผม ปัจจุบัน มี 7 สาขาในกทม.	na
BEQ	35	183.7	BEQ Clinic ให้บริการด้านผิวพรรณ รูปร่าง และชำนาญด้านปลูกผม มี 1 สาขาอยู่ที่ตึก CP สีลม	2.5
V Square Clinic	40	720.0	ดำเนินธุรกิจคลินิกเสริมความงาม ปัจจุบันมี 25 สาขา และมี ความเชี่ยวชาญด้านการฉีด Filler	11.5
รวม 10 ดีล		1,576		

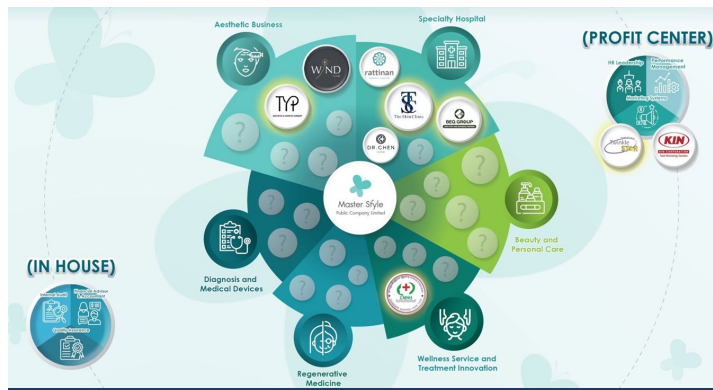
Sources: MASTER, FSSIA's compilation

Exhibit 13: MASTER's M&A timeline



Source: MASTER

Exhibit 14: กลยุทธ์การดำเนินงานธุรกิจของ MASTER



Source: MASTER

Exhibit 15: แผนรุกตลาดปลุกผมของ MASTER



Source: MASTER

ระยะสั้น คาดกำไร 4Q23 จะเร่งตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง

ราคาตัวไรสุทธิ 4Q23 จะขยับขึ้นทำนิวไฮที่ระดับ 115 ลบ. (+14.8% q-q, +45.6% y-y) จากการ Operate เต็มใหม่ได้เต็มไตรมาส ขณะที่เข้าสู่ช่วง High season ล่าสุดจำนวนลูกค้าเข้ารับบริการยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในเดือน ต.ค. – พ.ย. ก่อนจะอ่อนตัวลงใน ธ.ค. ตามฤดูกาล เพราะเป็นเทศกาลท่องเที่ยว โดยคาดการณ์รวม 4Q23 จะเติบโตต่อเนื่อง +6% q-q, +8% y-y ทำจุดสูงสุดใหม่

แม้จะต้องรับรู้ค่าเสื่อมจากการปรับปรุงอาคารใหม่ราว 8-10 ลบ.ต่อไตรมาส แต่คาดถูกหักล้างด้วยการเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก 2 ธุรกิจที่เพิ่งเข้าลงทุนได้แก่ Wind Clinic และ Kin Corporation ราว 10 ลบ. ใกล้เคียงกับค่าเสื่อมใหม่ ขณะที่ยังมีจำนวนแพทย์เท่ากับ 3Q23 ที่ 45 คน จึงคาดอัตรากำไรขั้นต้น 4Q23 ยังทรงตัวสูงราว 58.1% ใกล้เคียง 3Q23 และสูงกว่า 55.5% ใน 4Q22 จาก Operating leverage ที่สูงขึ้น หากกำไร 4Q23 เป็นไปตามคาด บริษัทจะมีกำไรสุทธิปี 2023 ทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 367 ลบ. (+22% y-y)

Exhibit 16: 4Q23 earnings preview

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	----- Change -----	
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q%)	(y-y%)
Sales	238	372	401	471	436	459	479	509	6.2	7.9
Cost of sales	102	163	167	210	182	204	200	213	6.4	1.7
Gross profit	136	209	234	262	253	255	279	296	6.0	12.9
SG&A	68	106	128	161	162	158	160	169	5.3	4.7
Operating profit	71	104	108	103	94	106	128	137	6.4	33.0
Profit sharing	0	0	0	0	0	0	0	10	nm	nm
Interest expense	2	2	2	3	3	4	4	4	(0.3)	0.4
Tax expense	14	21	21	21	19	21	25	29	14.0	39.2
Reported net profit	55	82	85	79	72	81	100	115	14.8	45.6
Core profit	55	82	85	79	72	81	100	115	14.8	45.6
Key Ratios (%)									(ppt)	(ppt)
Gross margin	57.3	56.2	58.4	55.5	58.2	55.5	58.2	58.1	(0.1)	2.6
SG&A to sales	28.5	28.5	31.8	34.2	37.2	34.3	33.5	33.2	(0.3)	(1.0)
Operating margin	29.7	28.1	27.0	21.8	21.5	23.1	26.8	26.9	0.1	5.1
Net margin	23.1	22.1	21.2	16.7	16.4	17.7	20.8	22.5	1.7	5.8
Core margin	23.1	22.1	21.2	16.7	16.4	17.7	20.8	22.5	1.7	5.8
Operating Statistics										
Revenue breakdown (THB m)										
Surgery	192	293	320	389	340	364	387	410	6.0	5.6
Skin	15	26	28	38	42	34	33	36	10.0	(4.4)
Hair treatment	15	24	29	21	28	32	31	34	7.7	57.8
Aftercare	12	19	13	18	18	18	17	17	4.0	(1.5)
Other	4	10	11	6	8	11	11	12	0.3	78.8
Revenue proportion (%)										
Surgery	80.6	78.8	79.8	82.4	78.0	79.2	80.8	80.7	(0.1)	(1.8)
Skin	6.2	6.9	6.9	8.0	9.6	7.5	6.8	7.0	0.2	(0.9)
Hair treatment	6.3	6.6	7.3	4.5	6.4	6.9	6.5	6.6	0.1	2.1
Aftercare	5.2	5.1	3.3	3.7	4.1	3.9	3.5	3.4	(0.1)	(0.3)
Other	1.8	2.6	2.7	1.4	1.9	2.4	2.4	2.3	(0.1)	0.9

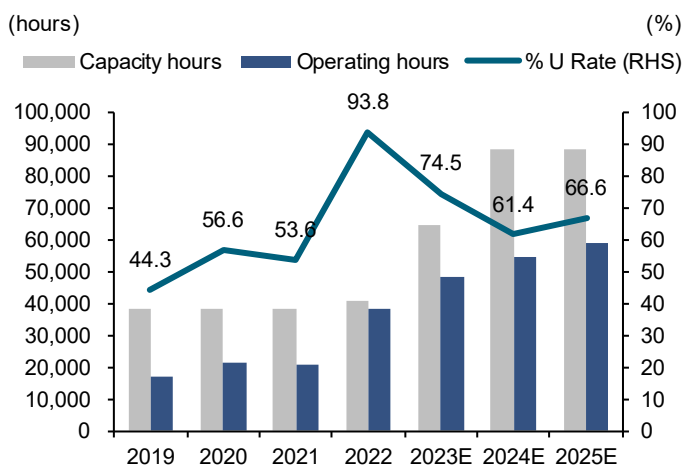
Source: FSSIA estimates

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024-25 จะเติบโตสูงราว 46% y-y และ 13% y-y ตามลำดับ

เรายังมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มการเติบโตในปี 2024 จาก 1) ปัจจัย Organic ด้วยการรับรู้การใช้ห้องผ่าตัดใหม่ได้เต็มปี คาดรายได้รวมจะเติบโตในอัตราสองหลักต่อเนื่องราว 18% y-y และคาดจำนวนแพทย์จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่น้อยลง จึงคาดจะได้ประโยชน์จาก Operating leverage อย่างต่อเนื่อง คาดหวังอัตรากำไรขั้นต้นปี 2024 จะขยับขึ้นเป็น 58.5% จาก 57.5% ใน 2023 ซึ่งเป็นสมมติฐานที่ Conservative เพราะเป็นระดับอัตรากำไรขั้นต้นที่ใกล้เคียง 2H23 และ 2) Inorganic ด้วยการทยอยรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก 10 ธุรกิจที่บริษัทได้ประกาศเข้าลงทุนในสัดส่วน 35%-40% เบื้องต้นเราคาดส่วนแบ่งกำไรในปี 2024-25 ราว 105 ลบ. และ 112 ลบ. ตามลำดับ เพิ่มขึ้นจาก 10 ลบ.ในปี 2023 จะคิดเป็นสัดส่วนราว 19.6% และ 18.5% ของกำไรสุทธิรวมปี 2024-25 ตามลำดับ

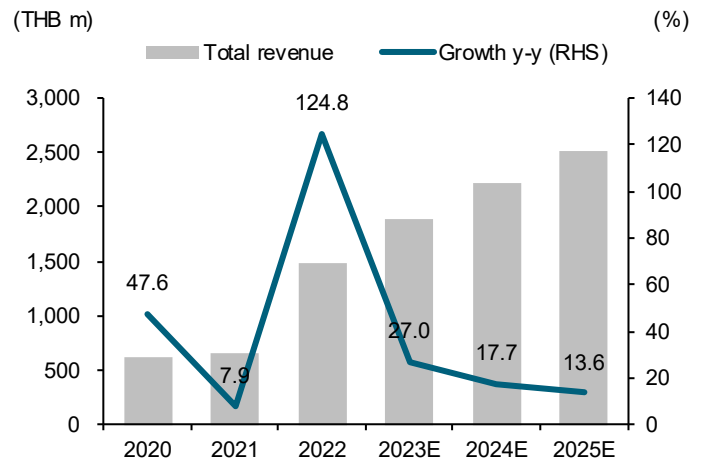
ดังนั้นจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024-25 อยู่ที่ 536 ลบ. (+46% y-y) และ 607 ลบ. (+13% y-y) ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม กรณีไม่รวมส่วนแบ่งกำไรจาก 10 ธุรกิจ ดังกล่าว คาดว่ากำไรสุทธิปี 2024-25 จะเติบโตราว 26% y-y และ 14.5% y-y ตามลำดับ

Exhibit 17: Operating hours and utilization rate



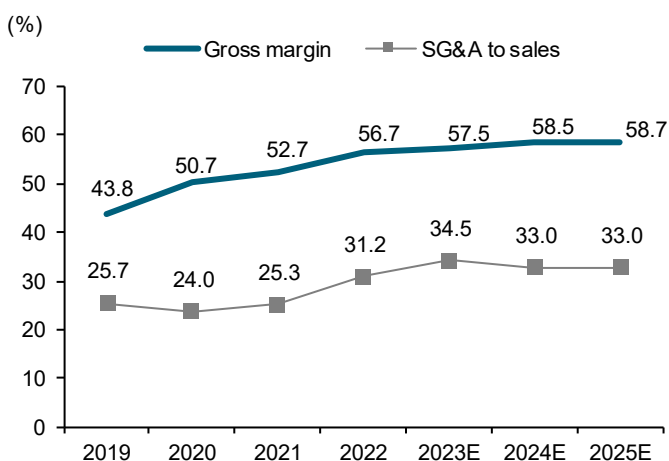
Sources: MASTER, FSSIA estimates

Exhibit 18: Yearly total revenue and growth



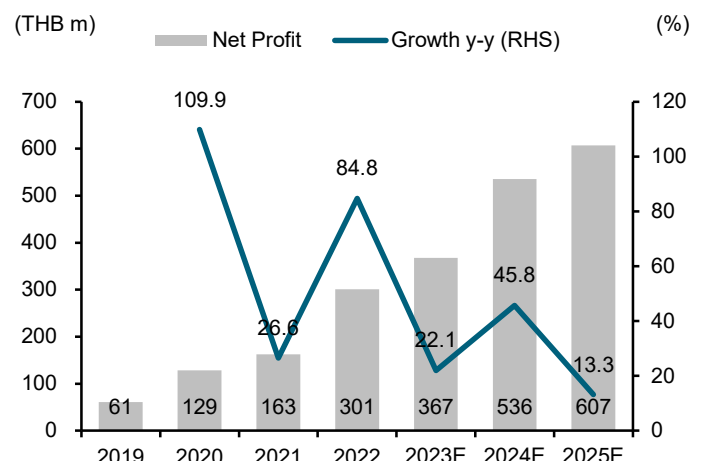
Sources: MASTER, FSSIA estimates

Exhibit 19: Gross margin and SG&A to sales



Sources: MASTER, FSSIA estimates

Exhibit 20: Net profit and growth



Sources: MASTER, FSSIA estimates

Exhibit 21: Key assumptions for MASTER

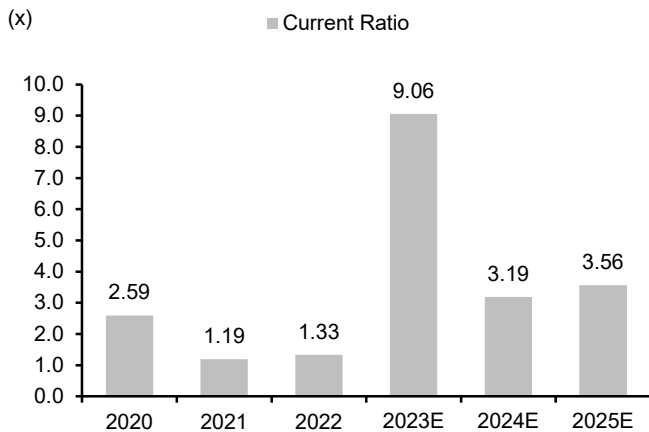
	Actual	Forecast			Growth		
	2022 (THB m)	2023E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2023E (%)	2024E (%)	2025E (%)
Total revenue	1,483	1,883	2,216	2,517	27.0	17.7	13.6
Costs	641	800	920	1,040	24.8	14.9	13.0
Gross profit	841	1,083	1,296	1,478	28.7	19.7	14.0
SG&A expense	463	650	731	831	40.3	12.6	13.6
Interest expense	9	14	14	13	53.5	(1.4)	(5.4)
Profit sharing	0	10	105	112	<i>nm</i>	950.0	6.7
Reported net profit	301	367	536	607	22.1	45.8	13.3
Core profit	301	367	536	607	22.1	45.8	13.3
Key ratios (%)							
Total revenue growth	124.8	27.0	17.7	13.6			
Net profit growth	84.8	22.1	45.8	13.3			
Core profit growth	114.9	22.1	45.8	13.3			
Gross margin	56.7	57.5	58.5	58.7	0.7	1.0	0.2
SG&A to sales	31.2	34.5	33.0	33.0	3.3	(1.5)	0.0
Net margin	20.3	19.5	22.7	23.3	(0.8)	3.2	0.6
Core margin	20.3	19.5	22.7	23.3	(0.8)	3.2	0.6
Operating statistics							
Total OR room (no.)	7	17	17	17	142.9	0.0	0.0
Capacity hours (hours)	40,880	64,605	88,330	88,330	58.0	36.7	0.0
Operating hours (hours)	38,345	48,147	54,272	58,866	25.6	12.7	8.5
Utilisation rate (%)	93.8	74.5	61.4	66.6			
Revenue breakdown (THB m)							
Surgery	1,194	1,501	1,777	2,024	25.8	18.4	13.9
Skin	106	144	171	197	36.8	18.5	15.4
Hair treatment	90	125	148	167	38.6	18.5	13.3
Aftercare	62	70	76	82	12.1	8.2	8.1
Others	31	42	45	47	36.8	5.0	5.0
Revenue proportion (%)							
Surgery	80.5	79.7	80.2	80.4			
Skin	7.1	7.7	7.7	7.8			
Hair treatment	6.1	6.6	6.7	6.6			
Aftercare	4.2	3.7	3.4	3.2			
Others	2.1	2.3	2.0	1.9			

Source: FSSIA estimates

ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

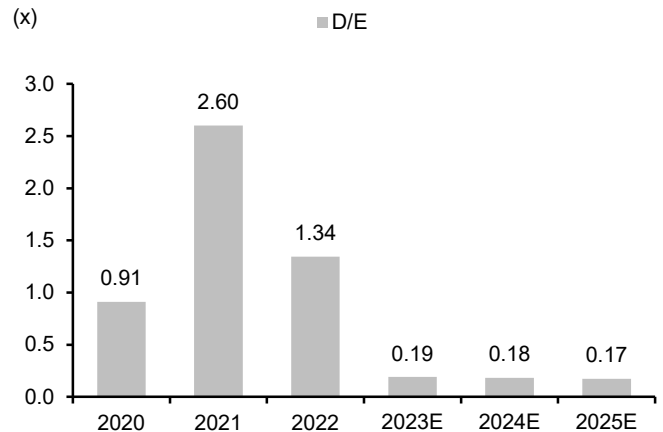
บริษัทมีสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดี จากการเป็นธุรกิจเงินสด และลูกค้าต้องมีการจ่ายเงินล่วงหน้า บางส่วน กรณีค่าดูแลหลักทำหัตถการ ที่มีกรรมอยู่ในการทยอยแบ่งจ่ายในงวดสุดท้าย กอปรกับเพิ่งขาย IPO เมื่อตอนต้นปีที่ผ่านมา โดยสิ้น 9M23 บริษัทมี Current ratio และ D/E ratio เท่ากับ 7.4x และ 0.2x ตามลำดับ โดยหนี้สินส่วนใหญ่เป็นเจ้าหนี้การค้า, รายได้ค่าบริการรับล่วงหน้า และหนี้สินตามสัญญาเช่า ซึ่งบริษัทไม่มีหนี้เงินกู้ยืมจากธนาคาร และคาดสิ้นปี 2023-24 บริษัทจะมี Current ratio สูง 9x และ 3.2x ขณะที่คาดมี D/E ratio ต่ำใกล้เคียง 9M23 อยู่ที่ราว 0.2x ในปี 2023-24 สำหรับ ROE ปี 2023 คาดอยู่ที่ 12.9% ลดลงจากปี 2022 ภายหลังส่วนทุนเพิ่มขึ้นจากการขายหุ้น IPO และคาดจะเพิ่มขึ้นเป็น 17.1% ในปี 2024 โดยรวมเรามองว่าฐานะทางการเงินและสภาพคล่องของบริษัทอยู่ในระดับที่ดีและแข็งแกร่ง

Exhibit 22: Current ratio (x)



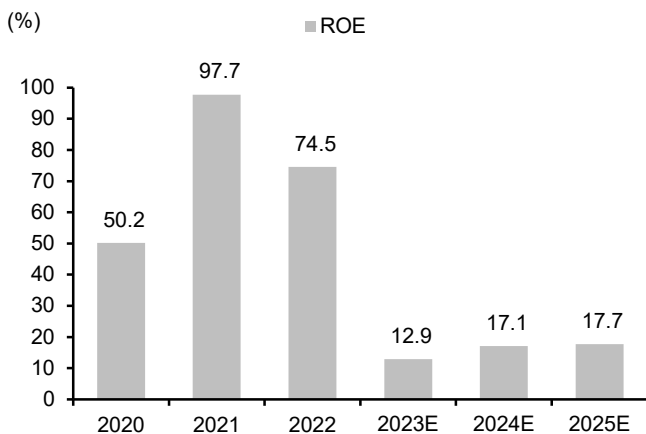
Source: FSSIA estimates

Exhibit 23: D/E ratio (x)



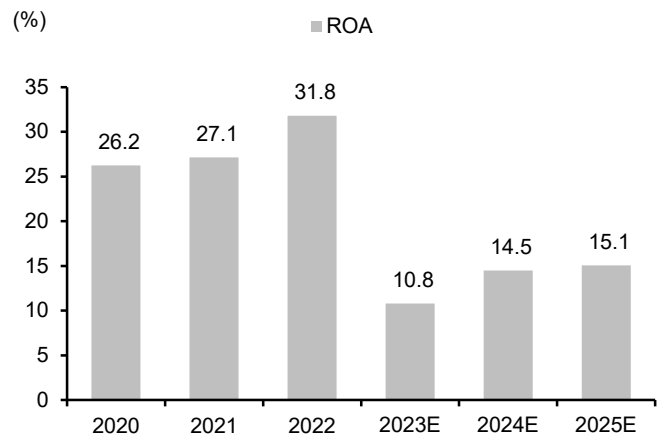
Source: FSSIA estimates

Exhibit 24: Return on equity (%)



Source: FSSIA estimates

Exhibit 25: Return on assets (%)



Source: FSSIA estimates

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 71 บาท

เราเริ่มต้นคำแนะนำ ชื่อ MASTER โดยประเมินราคาเป้าหมายปี 2024 เท่ากับ 71 บาท อิง Target PE ที่ 35x โดยมาจาก Organic 59 บาท และ Inorganic 10 ดิลอีก 12 บาท ราคาหุ้นปัจจุบันเทรดอยู่บน 2024 PE ที่ 28x ใกล้เคียงกลุ่มโรงพยาบาล แต่สูงกว่า KLINIQ และ TRP ที่ 24.6x และ 21x ตามลำดับ เนื่องด้วยอัตราการเติบโตกำไรของ MASTER ที่สูงกว่าอยู่ที่ 46% ขณะที่คาดการณ์กำไรปี 2024 ของ TRP โตราว 24% y-y และ Consensus คาดกำไร KLINIQ จะโตราว 28%

Exhibit 26: Peers Comparison as of 8 Dec 2023

Company	BBG	Rec	Share price			Market Cap (USD m)	PE		ROE		PBV		EV/ EBITDA	
			Current (LCY)	Target (LCY)	Upside (%)		23E (x)	24E (x)	23E (%)	24E (%)	23E (x)	24E (x)	23E (x)	24E (x)
Bangkok Dusit Med Service	BDMS TB	BUY	25.75	34.50	34.0	11,586	30.4	26.8	14.5	15.4	4.3	4.0	17.0	15.2
Bumrungrad Hospital	BH TB	BUY	214.00	300.00	40.2	4,816	25.2	24.1	31.1	28.0	7.2	6.4	16.5	15.6
Bangkok Chain Hospital	BCH TB	BUY	21.40	24.50	14.5	1,511	39.3	31.4	10.9	13.0	4.3	4.0	18.2	15.3
Praram 9 Hospital	PR9 TB	BUY	15.00	22.00	46.7	334	23.3	19.6	10.4	11.6	2.4	2.2	10.6	8.9
Thonburi Healthcare Group	THG TB	REDUCE	61.75	55.00	(10.9)	1,482	44.1	38.8	11.4	12.4	5.0	4.7	24.5	21.9
Average						19,728	32.5	28.1	15.7	16.1	4.6	4.2	17.4	15.4
Master Style	MASTER TB	BUY	56.25	71.00	26.2	420	40.4	27.7	22.5	17.9	5.2	4.8	24.9	22.1
Aesthetic Connect	TRP TB	BUY	15.60	26.00	66.7	155	26.0	21.0	15.6	12.0	2.6	2.5	12.8	10.1
Klinique Medical Clinic*	KLINIQ TB	n/a	38.75	n/a	n/a	241	29.1	24.6	16.8	18.1	n/a	4.8	15.5	13.0
Average						816	31.9	24.4	18.3	16.0	3.9	4.0	17.7	15.0
Overall average						20,544	32.2	26.7	16.7	16.1	4.4	4.2	17.5	15.3

Sources: *Bloomberg; FSSIA estimates

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรงในอุตสาหกรรม

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

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมผู้บริโภค

เนื่องจากเทรนด์ของศัลยกรรมความงามมีการปรับเปลี่ยนตามเทรนด์ของโลก ไม่ว่าจะเป็นความชื่นชอบลักษณะใบหน้าและรูปร่างของดารานักร้อง ผู้มีชื่อเสียงแบบตะวันตกหรือเอเชีย ทำให้ทีมแพทย์จำเป็นต้องตามเทรนด์และเรียนรู้การใช้เทคนิคทางการแพทย์เพิ่มเติมในการทำการผ่าตัดศัลยกรรมความงาม ปลุณผล ปรับปรุงรูปร่างและสัดส่วน ดังนั้นหากบริษัทไม่สามารถตามเทรนด์ของศัลยกรรมความงามได้ทัน อาจทำให้สูญเสียลูกค้าให้กับคู่แข่งได้ หรืออาจไม่สามารถดึงดูดลูกค้ารายใหม่ให้เพิ่มขึ้นได้

ความเสี่ยงจากคดีฟ้องร้อง

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

คดีที่ 1 - บริษัทได้ถูกแพทย์ท่านหนึ่งฟ้องร้องดำเนินคดีฐานผิดสัญญาการใช้โรงพยาบาลและประกอบโรคศิลปะ โดยเรียกร้องค่าเสียหายเป็นจำนวนเงิน 53.3 ลบ. ซึ่งศาลชั้นต้นพิพากษายกฟ้อง ขณะนี้คดีอยู่ระหว่างการยื่นอุทธรณ์ของโจทก์ ทั้งนี้บริษัทไม่ได้ตั้งประมาณการผลเสียหายจากการถูกฟ้องร้อง

คดีที่ 2 - บริษัทได้ถูกแพทย์ท่านหนึ่งฟ้องร้องดำเนินคดีฐานผิดสัญญาจ้างและละเมิดจากการถูกกล่าวหาในสื่อออนไลน์ของบริษัทฯ โดยเรียกร้องค่าเสียหายจำนวน 24.5 ลบ. คดีอยู่ระหว่างการดำเนินการของศาลชั้นต้น ฝ่ายบริหารของบริษัทฯ เชื่อว่าจะไม่ได้รับผลเสียหายที่มีสาระสำคัญ จึงไม่ได้ตั้งประมาณการผลเสียหายจากการถูกฟ้องร้อง

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์

การให้บริการศัลยกรรมความงามจำเป็นต้องอาศัยแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์ที่มีคุณภาพและมีความเชี่ยวชาญเฉพาะทาง ซึ่งปัจจุบันการผลิตแพทย์ ยังไม่เพียงพอเพื่อรองรับความต้องการของลูกค้าจากทั้งในและจากต่างประเทศที่เข้ามาทำศัลยกรรมในไทยมากขึ้น ขณะที่ยังมีผู้ประกอบการรายใหม่ต้องการเข้าสู่ธุรกิจอย่างต่อเนื่อง อีกทั้งผู้ประกอบการเดิมก็มีแผนขยายธุรกิจ ทำให้มีความต้องการแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์มากขึ้น อีกทั้งบุคลากรดังกล่าวจะต้องใช้ระยะเวลาในการพัฒนาความรู้ความสามารถ ซึ่งหากบริษัทไม่สามารถจัดหาแพทย์ที่มีความเชี่ยวชาญทันเวลา อาจมีความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์ และส่งผลกระทบต่อโอกาสทางธุรกิจในอนาคตได้

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานหรือกฎระเบียบต่าง ๆ

บริษัทประกอบธุรกิจภายใต้การควบคุมดูแลของกระทรวงสาธารณสุขและหน่วยงานต่างๆที่เกี่ยวข้อง โดยต้องมีใบอนุญาตให้ประกอบกิจการสถานพยาบาล และใบอนุญาตให้ดำเนินการสถานพยาบาล รวมถึงใบอนุญาตอื่นๆที่เกี่ยวข้อง ซึ่งใบอนุญาตต่างๆมีกำหนดระยะเวลาที่ต้องต่ออายุเป็นระยะๆ และอาจมีการแก้ไขกฎหมาย หรือกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับใบอนุญาตดังกล่าวที่อาจทำให้บริษัทต้องดำเนินการใดๆเพิ่มเติม จึงอาจทำให้บริษัทเผชิญความเสี่ยง หากไม่สามารถได้รับการต่ออายุหรือมีความล่าช้าในการต่ออายุ รวมถึงไม่รับรองว่าบริษัทจะสามารถปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่อาจออกมาใหม่ได้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้

Financial Statements

Master Style

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	660	1,483	1,883	2,216	2,517
Cost of goods sold	(312)	(641)	(800)	(920)	(1,040)
Gross profit	348	841	1,083	1,296	1,478
Other operating income	31	8	31	13	13
Operating costs	(167)	(463)	(650)	(731)	(831)
Operating EBITDA	242	422	529	659	750
Depreciation	(31)	(35)	(65)	(80)	(90)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	211	386	464	578	660
Net financing costs	(7)	(9)	(14)	(14)	(13)
Associates	0	0	10	105	112
Recurring non-operating income	0	0	10	105	112
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	204	377	460	670	758
Tax	(42)	(76)	(93)	(134)	(152)
Profit after tax	163	301	367	536	607
Minority interests	-	-	-	-	-
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	163	301	367	536	607
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	163	301	367	536	607
Per share (THB)					
Recurring EPS *	1.61	1.58	1.39	2.03	2.30
Reported EPS	1.61	1.58	1.39	2.03	2.30
DPS	0.36	0.30	0.70	1.01	0.00
Diluted shares (used to calculate per share data)	101	190	264	264	264
Growth					
Revenue (%)	7.9	124.8	27.0	17.7	13.6
Operating EBITDA (%)	27.0	73.9	25.6	24.4	13.8
Operating EBIT (%)	26.1	82.7	20.2	24.6	14.0
Recurring EPS (%)	26.6	(1.7)	(12.1)	45.8	13.3
Reported EPS (%)	26.6	(1.7)	(12.1)	45.8	13.3
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	52.7	56.7	57.5	58.5	58.7
Gross margin exc. depreciation (%)	57.4	59.1	61.0	62.1	62.3
Operating EBITDA margin (%)	36.8	28.4	28.1	29.7	29.8
Operating EBIT margin (%)	32.1	26.1	24.6	26.1	26.2
Net margin (%)	24.7	20.3	19.5	24.2	24.1
Effective tax rate (%)	20.4	20.2	20.2	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	22.1	18.9	50.0	50.0	-
Interest cover (X)	30.6	42.4	33.9	49.5	59.1
Inventory days	30.1	26.8	31.8	30.7	31.0
Debtor days	1.2	0.9	1.0	0.9	0.9
Creditor days	40.9	34.7	34.9	30.7	31.0
Operating ROIC (%)	104.0	115.1	61.3	57.9	66.1
ROIC (%)	93.2	82.1	42.3	27.3	21.7
ROE (%)	77.0	105.5	22.5	17.9	18.5
ROA (%)	30.9	39.9	17.4	15.4	16.0
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Surgery	527	1,194	1,501	1,777	2,024
Skin	39	106	144	171	197
Hair treatment	23	90	125	148	167
Aftercare	36	62	70	76	82

Sources: Master Style; FSSIA estimates

Financial Statements

Master Style

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	163	301	367	536	607
Depreciation	31	35	65	80	90
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	46	0	(10)	(105)	(112)
Change in working capital	(21)	(100)	9	27	25
Cash flow from operations	218	236	432	538	610
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(99)	(413)	(626)	(1,646)	(43)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
Cash flow from investing	(99)	(413)	(626)	(1,646)	(43)
Dividends paid	(101)	(263)	(184)	(268)	(303)
Equity finance	0	198	2,270	0	0
Debt finance	13	159	(15)	(15)	(15)
Other financing cash flows	(21)	(1)	6	2	2
Cash flow from financing	(109)	93	2,077	(281)	(317)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	10	(84)	1,883	(1,389)	250
Free cash flow to firm (FCFF)	126.42	(167.40)	(180.57)	(1,094.23)	579.47
Free cash flow to equity (FCFE)	111.42	(19.25)	(203.64)	(1,121.37)	552.92

Per share (THB)

FCFF per share	0.48	(0.63)	(0.68)	(4.14)	2.19
FCFE per share	0.42	(0.07)	(0.77)	(4.25)	2.09
Recurring cash flow per share	2.37	1.77	1.60	1.94	2.22

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	288	483	722	797	812
Less: Accumulated depreciation	(55)	(59)	(63)	(68)	(74)
Tangible fixed assets (net)	233	424	659	729	738
Intangible fixed assets (net)	8	7	7	7	7
Long-term financial assets	8	8	8	8	8
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	188	1,773	1,812
Cash & equivalents	182	98	1,980	591	841
A/C receivable	3	5	5	6	7
Inventories	26	63	66	76	85
Other current assets	131	166	301	288	277
Current assets	342	331	2,353	961	1,210
Other assets	9	177	188	222	252
Total assets	600	947	3,403	3,699	4,027
Common equity	167	404	2,857	3,125	3,429
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	167	404	2,857	3,125	3,429
Long term debt	141	291	276	261	246
Other long-term liabilities	5	3	9	11	13
Long-term liabilities	145	294	286	272	259
A/C payable	98	148	151	175	199
Short term debt	7	15	15	15	15
Other current liabilities	182	86	94	111	126
Current liabilities	288	249	260	301	340
Total liabilities and shareholders' equity	600	947	3,403	3,699	4,027
Net working capital	(121)	0	128	84	45
Invested capital	138	616	1,178	2,821	2,862

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

Per share (THB)

Book value per share	1.65	2.12	10.82	11.84	12.99
Tangible book value per share	1.57	2.09	10.80	11.81	12.96

Financial strength

Net debt/equity (%)	(20.2)	51.7	(59.1)	(10.1)	(16.9)
Net debt/total assets (%)	(5.6)	22.1	(49.6)	(8.5)	(14.4)
Current ratio (x)	1.2	1.3	9.1	3.2	3.6
CF interest cover (x)	31.4	44.1	31.2	39.0	46.7

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring P/E (x) *	34.9	35.5	40.4	27.7	24.5
Recurring P/E @ target price (x) *	44.0	44.8	51.0	35.0	30.9
Reported P/E (x)	34.9	35.5	40.4	27.7	24.5
Dividend yield (%)	0.6	0.5	1.2	1.8	-
Price/book (x)	34.1	26.5	5.2	4.8	4.3
Price/tangible book (x)	35.8	26.9	5.2	4.8	4.3
EV/EBITDA (x) **	23.3	25.8	24.9	22.1	19.0
EV/EBITDA @ target price (x) **	29.4	32.5	32.2	28.0	24.2
EV/invested capital (x)	41.1	17.7	11.2	5.2	5.0

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

Sources: Master Style; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																			
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																			
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > 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.																			
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																			
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating 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.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																			
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																			
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+									
NEGL	Low	Medium	High	Severe																	
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																			
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3">Leader:</td> <td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3">Average:</td> <td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																		
AA	7.143-8.570																				
A	5.714-7.142																				
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																		
BB	2.857-4.285																				
B	1.429-2.856																				
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																		
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																				
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																				
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																				
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																			
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																			

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"; 2) "AGM Level"; 3) "Thai CAC"; and 4) THSI. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Sureporn 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.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Master Style	MASTER TB	THB 56.25	BUY	ความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเราคือ 1) การแข่งขันสูงขึ้น 2) เกิดโรคระบาดจนนำไปสู่การล็อกดาวน์ 3) อัตราการใช้บริการห้องผ่าตัดใหม่ต่ำกว่าคาด 4) ต้นทุนแพทย์และค่าใช้จ่ายสูงกว่าคาด และ 5) ธุรกิจที่ M&A มีผลการดำเนินงานขาดทุน

Source: FSSIA estimates

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 08-Dec-2023 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

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

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

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

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

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

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

Industry Recommendations

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

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

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

Country (Strategy) Recommendations

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

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

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