22 OCTOBER 2024

FINANSIA
FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY

EQUITY RESEARCH - IPO REPORT

T.MAN PHARMACEUTICAL TMAN TB

THAILAND / PERSONAL PRODUCTS & PHARMACEUTICALS

ผู้นำเวชภัณฑ์ยาและสินค้าเพื่อสุขภาพ

TARGET PRICE	THB25.50
IPO PRICE	THB16.30

- TMAN เป็นผู้นำในธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพ มีประสบการณ์กว่า 50 ปี สินค้าเป็นที่นิยมในหมู่ผู้บริโภค
- เงินจาก IPO นำไปขยายกำลังการผลิตและปรับปรุงประสิทธิภาพเพื่อการเติบโตต่อไป เราคาดรายได้ปี 2024-2026 โตเฉลี่ย 14% CAGR
- ประเมินมูลค่าอิง PE 20.0 เท่า ได้ราคาเหมาะสมที่ 25.50 บาท

ผู้นำในธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพ

กลุ่มบริษัท TMAN เป็น 1) ผู้ผลิตและ/หรือจัดจำหน่ายเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพภายใต้แบรนด์ของกลุ่มบริษัทเอง 2) รับจ้างผลิตเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพภายใต้แบรนด์ของบุคคลภายนอก 3) จัดจำหน่ายเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพภายใต้แบรนด์ของบุคคลภายนอก ทั้งนี้ รายได้จากการขาย 98% มาจากการผลิตและจัดจำหน่ายเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพภายใต้แบรนด์ของกลุ่มบริษัทสำหรับปี 2023

มีความเชี่ยวชาญในธุรกิจกว่า 50 ปี มีสินค้าที่ได้รับการยอมรับในหมู่ผู้บริโภค

TMAN มีประสบการณ์ในธุรกิจยาวนานกว่า 50 ปี เป็นหนึ่งในผู้นำในธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายเวชภัณฑ์ยาและและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพ มีผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพภายใต้แบรนด์หลากหลายที่ประสบความสำเร็จและได้รับการยอมรับทั้งแบรนด์ภายใต้กลุ่มบริษัทฯ และแบรนด์ที่กลุ่มบริษัทฯ เป็นผู้จัดจำหน่ายโดยได้ยอมรับจากลูกค้ามายาวนาน ทำให้สามารถต่อยอดสู่แบรนด์อื่นๆ ได้ โดย Product champion ของกลุ่มบริษัท 5 แบรนด์หลักคือ Propoliz, Vita-C, Myda, IBUMAN และไอยรา มีสัดส่วนรวมกัน 45.9% ของรายได้จากการขายรวมในปี 2023

คาดกำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2024-26) เติบโต 21%/9%/9%

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2021-2023) รายได้เติบโตเฉลี่ย 25% CAGR กำไรสุทธิเติบโตจาก 56 ล้านบาทในปี 2021 เป็น 473 ล้านบาทในปี 2022 (+738% y-y) และเป็น 431 ล้านบาทในปี 2023 (-9% y-y) เราคาดรายได้ใน 3 ปีข้างหน้า (ปี 2024-2026) เติบโตในอัตราเฉลี่ย 14% CAGR จากผลิตภัณฑ์เดิมและผลิตภัณฑ์ใหม่ ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารจะเติบโตเร่งตัวตามกระแสนิยมของผู้บริโภคในปัจจุบัน ขณะที่ยาแผนปัจจุบันคาดมีสัดส่วนกว่า 50% และคาดกำไรสุทธิขยายตัว 21%/9%/9% ตามลำดับ

ประเมินมูลค่าเหมาะสม 25.50 บาท อิง PE 20.0 เท่า

ในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธี P/E Multiplier และ DCF เราพบว่าได้มูลค่าที่เหมาะสมใกล้เคียงกันโดยอยู่ในช่วง 25.50-26.80 บาท เราเห็นว่าการประเมินมูลค่าด้วยวิธี P/E Multiplier เหมาะสมเนื่องจากผลประกอบการของธุรกิจมีความสัมพันธ์โดยตรงกับการบริโภคและเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงตามปัจจัยต่างๆในแต่ละปี เราประเมินมูลค่าโดยอิง 2025E P/E 20.0 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 2025E P/E ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกันในไทยและในต่างประเทศที่มีค่าเฉลี่ยของ P/E 21.2 เท่าในปี 2025 บนประมาณการ EPS ที่ 1.27 บาทต่อหุ้นในปี 2025 คำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานที่ 25.50 บาทต่อหุ้น

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,972	2,268	2,654	2,973
Net profit	431	466	507	554
EPS (THB)	1.31	1.17	1.27	1.39
No. of share (m)	329	400	400	400
EBITDA	578	670	760	827
Recurring net profit	386	466	507	554
Core EPS (THB)	1.18	1.17	1.27	1.39
Core EPS growth (%)	(42.8)	(0.9)	8.8	9.2
Core P/E (x)	13.9	14.0	13.1	12.2
Dividend yield (%)	-	20.5	2.3	2.5
EV/EBITDA (x)	9.6	9.9	8.9	8.1
Price/book (x)	3.5	3.5	3.0	2.6
Net debt/Equity (%)	12.4	3.3	(12.4)	(23.2)
Recurring ROE (%)	33.7	27.6	24.7	22.8

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

TMAN's IPO summary

	รายละเอียด
Pre-IPO shares	328.57 ล้านหุ้น
Share offering	102.0 ล้านหุ้น คิดเป็น 25.5% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	ขยาย/ปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต หรือขยายธุรกิจในอุตสาหกรรมยาและนวัตกรรมเพื่อสุขภาพ และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการและเพื่อชำระคืนเงินกู้
Financial advisor	บริษัท หลักทรัพย์ กสิกรไทย จำกัด (มหาชน)
Lead Underwriter	บริษัท หลักทรัพย์ กสิกรไทย จำกัด (มหาชน)

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS AN UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF T.MAN PHARMACEUTICAL PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF TMAN'S BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY T.MAN PHARMACEUTICAL PUBLIC COMPANY LIMITED.

Jitra Amornthum
Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

PREPARED BY FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY SECURITIES CO LTD (FSSIA). ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES CAN BE FOUND AT THE END OF THIS REPORT

สารบัญ

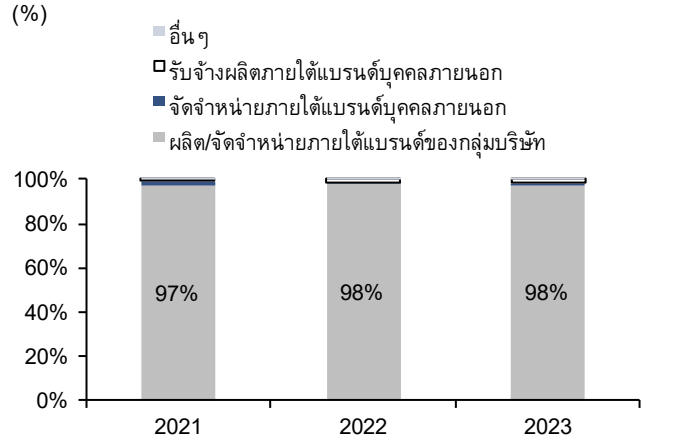
ลักษณะการประกอบธุรกิจ 3
โครงสร้างผลิตภัณฑ์ 3
โครงสร้างรายได้ 9
ผลการดำเนินงานในอดีต 10
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ 12
ประเมินมูลค่าเหมาะสม 16
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล 18
ปัจจัยความเสี่ยง 20

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท ที.แมน ฟาร์มาซูติคอล จำกัด (มหาชน) หรือ TMAN ก่อตั้งในปี 1972 โดยคุณธีรวัฒน์ ฐานะโชติพันธ์ เพื่อดำเนินธุรกิจตัวแทนจำหน่ายเวชภัณฑ์ ต่อมาบริษัทได้ขยายธุรกิจสู่การผลิตและจัดจำหน่ายยาแผนปัจจุบัน ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารและเครื่องสำอาง และผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพอื่นๆ ทั้งเพื่อการจำหน่ายในและต่างประเทศ ปัจจุบันธุรกิจของกลุ่มบริษัท TMAN แบ่งเป็น 3 ธุรกิจได้แก่ 1) ผู้ผลิต และ/หรือจัดจำหน่ายเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพภายใต้แบรนด์ของกลุ่มบริษัท 2) รับจ้างผลิตเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพภายใต้แบรนด์ของบุคคลภายนอก 3) จัดจำหน่ายเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพภายใต้แบรนด์ของบุคคลภายนอก

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2021-2023) รายได้จากการขาย 98% มาจากการผลิตและจัดจำหน่ายเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพภายใต้แบรนด์ของกลุ่มบริษัท โดยผลิตภัณฑ์ที่สร้างชื่อเสียงและผลกำไรให้กลุ่มบริษัทอย่างต่อเนื่อง เป็น Product champion ของบริษัท ได้แก่ 5 แบรนด์หลัก คือ Propoliz, Vita-C, Myda, IBUMAN และไอยรา มีสัดส่วนรวมกัน 45.9% ของรายได้จากการขายรวมในปี 2023

Exhibit 1: Revenue structure by operations



Sources: TMAN, FSSIA's compilation

โครงสร้างผลิตภัณฑ์

ผลิตภัณฑ์ของ TMAN แบ่งออกเป็น 4 ประเภทได้แก่

1. **ยาแผนปัจจุบัน** แบ่งออกเป็น 2 ประเภทคือ ยาสามัญ (Generic drug) และยาสามัญใหม่ (New generic drug) ภายใต้แบรนด์ของกลุ่มบริษัท และแบรนด์ของบุคคลภายนอก ยาแผนปัจจุบันของบริษัทมีทั้งในรูปแบบเม็ด แคปซูลชนิดแข็ง ผงแห้ง ยาน้ำเชื่อมชนิดผงแห้ง เม็ดเคี้ยว (Chewable Tablet) ยาน้ำเชื่อม ยาน้ำแขวนตะกอน และรูปแบบยาใช้ภายนอก เช่น ครีม เจล ขี้ผึ้ง โลชั่น ณ วันที่ 30 มิ.ย. 2024 กลุ่มบริษัทมีตำรับยาแผนปัจจุบันที่ขึ้นทะเบียนกับสำนักงานคณะกรรมการอาหารและยา (อย.) แล้ว 317 ตำรับ

ตัวอย่างกลุ่มผลิตภัณฑ์ยาแผนปัจจุบัน

Myda Series

(CLOTRIMAZOLE/BETAMETHASONE)

ยาฆ่าเชื้อรา รักษาโรคผิวหนังจากเชื้อราที่มีอาการอักเสบและ/หรืออาการคันร่วมด้วย ใช้ทารักษากลากเกลื้อน เป็นต้น

IBUMAN Series

(IBUPROFEN/PARACETAMOL)

ยาบรรเทาอาการปวดศีรษะ ปวดไมเกรน ปวดฟัน ปวดบาดแผล ปวดหลังจากการผ่าตัด ข้ออักเสบ และลดไข้

ตัวอย่างกลุ่มผลิตภัณฑ์ยาแผนปัจจุบัน

MANMOX Series

(AMOXICILLIN TRIHYDRATE)

ยาฆ่าเชื้อแบคทีเรีย รักษาโรคติดเชื้อแบคทีเรียในระบบทางเดินหายใจ ทางเดินปัสสาวะ ทางเดินอาหาร และผิวหนัง

MANCOXIB Series

(ETORICOXIB)

ยาบรรเทาอาการโรคข้อเสื่อมและข้ออักเสบรูมาตอยด์ ชนิดเฉียบพลันและเรื้อรัง

Manclamine Series

(AMOXICILLIN/CLAVULANATE)

ยารักษาโรคติดเชื้อจากแบคทีเรีย เช่น การติดเชื้อของระบบทางเดินหายใจ ทางเดินปัสสาวะ ผิวหนังและเนื้อเยื่ออ่อน

Manazith Series

(AZITHROMYCIN)

ยารักษาการติดเชื้อในหู ชั้นกลางอย่างเฉียบพลัน คอหอยอักเสบ ทอนซิลอักเสบ

Leres

(LEVOCETIRIZINE)

ยารักษาอาการที่เกี่ยวเนื่องกับสภาวะการแพ้ต่าง ๆ เช่น เยื่อบุจมูกอักเสบ จากการแพ้ตามฤดูกาล ยื่อบุจมูกอักเสบจากการแพ้ตลอดปี

Attor

(ATORVASTATIN CALCIUM TRIHYDRATE)

ยารักษาผู้ป่วยที่มีระดับโคเลสเตอรอลสูง

Sources: TMAN, FSSIA's compilation

2. **ผลิตภัณฑ์สมุนไพร** แบ่งเป็น 1) ยาจากสมุนไพร หมายถึงยาแผนไทยซึ่งเป็นยาที่พัฒนามาจากสมุนไพร 2) ผลิตภัณฑ์สมุนไพรเพื่อสุขภาพ หมายถึงผลิตภัณฑ์จากสมุนไพรหรือผลิตภัณฑ์ที่มีส่วนประกอบสำคัญเป็นหรือแปรสภาพมาจากสมุนไพร และ 3) วัตถุอื่นตามที่กฎหมายกำหนด โดยบริษัทผลิตภายใต้แบรนด์ของกลุ่มบริษัทเอง มีการพัฒนาโดยทีมผู้เชี่ยวชาญเฉพาะด้านของบริษัท และแบรนด์ของบุคคลภายนอก เช่น สเปรย์บรรเทาอาการเจ็บคอ ยาแก้ไอ ยาดม

   TMAN ผลิตผลิตภัณฑ์สมุนไพรภายใต้การดำเนินงานของโรงงานเฮเว่น เฮิร์บ ซึ่งได้รับการรับรองมาตรฐานการผลิตที่ดี GMP (PIC/S) ประเภทยาแผนโบราณสำหรับมนุษย์/ผลิตภัณฑ์สมุนไพร ณ วันที่ 30 มิ.ย. 2024 กลุ่มบริษัทมีตำรับยาแผนโบราณที่ขึ้นทะเบียนกับ อย. 79 ตำรับ ครอบคลุมผลิตภัณฑ์หลายรูปแบบ เช่น ยาน้ำ ยาเม็ด แคปซูลแข็ง สเปรย์ เจล ครีม เป็นต้น

ตัวอย่างสินค้ากลุ่มผลิตภัณฑ์สมุนไพร

Propoliz Series
ผลิตภัณฑ์ดูแลและช่วยบรรเทาอาการ
ทางช่องปากและลำคอ

ไอยรา Series
ผลิตภัณฑ์บรรเทาอาการไอ ระคายคอ คันคอ
ช่วยขับเสมหะและทำให้ชุ่มคอ

ปาริฉัตร Series
ผลิตภัณฑ์บรรเทาอาการไอ ขับเสมหะ ทำให้ชุ่มคอจาก
สมุนไพร และบรรเทาอาการและรักษาโรคต่างๆ ในสูตร
ตำรับต่างๆ เช่น ฟ้าทะลายโจร ขมิ้นชัน มะขามแขก
เพชรสังฆาต มะขามป้อม กวาวเครือขาว

Sources: TMAN, FSSIA's compilation

3. **ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารและเครื่องสำอาง** ผลิตภัณฑ์เพื่อช่วยส่งเสริมสุขภาพของผู้บริโภค นอกเหนือจากสารอาหารที่ได้รับจากการรับประทานอาหารตามปกติ เช่น การทดแทนสารอาหารบางชนิด หรือเสริมการดูแลผิวพรรณและระบบการทำงานของร่างกาย โดยไม่ได้มีจุดประสงค์หลักเพื่อบำบัดรักษาโรค ซึ่งครอบคลุมผลิตภัณฑ์สำหรับผู้บริโภคทุกช่วงวัย โดยผลิตภัณฑ์เสริมอาหารของ TMAN พัฒนามาจากผลการวิจัยโดยทีมแพทย์และเภสัชกรที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน บริษัทผลิตผลิตภัณฑ์เสริมอาหารภายใต้แบรนด์ของกลุ่มบริษัทเอง และแบรนด์ของบุคคลภายนอก

ตัวอย่างสินค้ากลุ่มผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร

Vita-C Series
ผลิตภัณฑ์เสริมวิตามินซี

TMT Whey Protein Series
เวย์ โปรตีน

Fiber Mate Series
ใยอาหารพรีไบโอติกจากธรรมชาติ
ไฟเบอร์ ช่วยในการขับถ่าย

LUTEINA Series
ผลิตภัณฑ์สารสกัดลูทีนและซีแซนทีนจากธรรมชาติ
สำหรับผู้ที่มีปัญหาสายตา

D-Lyte Series
เครื่องดื่มเกลือแร่และวิตามินรวม ชนิดผง

Cal-Ups Series
ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารแคลเซียม
ช่วยเสริมแคลเซียม สำหรับผู้ที่มีปัญหา
เรื่องความเสื่อมของกระดูก

Neofusion Muno
ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร
สำหรับผู้ที่ต้องการเสริมภูมิคุ้มกัน

ตัวอย่างสินค้ากลุ่มเครื่องสำอาง

Falete Cream Series

ครีมลดเลือนฝ้า จุดด่างดำ ช่วยปรับสภาพผิวให้ขาว
กระจ่างใส และฟื้นฟูสภาพผิวหลังจากถูกแสงแดด

Aloe Derma Gel

เจลบรรเทาอาการแสบร้อน
ด้วยสารสกัดบริสุทธิ์ว่านหางจระเข้

Nevtral cream

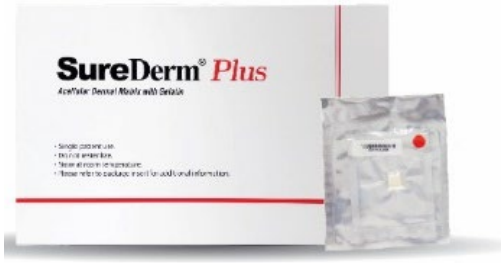
ครีมบำรุงผิว สำหรับผื่น แพ้ คัน

Sources: TMAN, FSSIA's compilation

4. **ผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพอื่น ๆ** แบ่งเป็น 2 กลุ่มได้แก่ 1) อุปกรณ์และวัสดุทางการแพทย์ที่ใช้เป็นส่วนหนึ่งในขั้นตอนการรักษา บรรเทา ป้องกันการเจ็บป่วย การตรวจวิเคราะห์ร่างกายเบื้องต้น การศัลยกรรมตกแต่งเพื่อความสวยงาม 2) สินค้าอุปโภคบริโภคอื่นๆ ครอบคลุมถึงผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพที่ไม่ใช่เวชภัณฑ์และผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร ที่มุ่งเน้นการดูแลสุขภาพทั่วไปในการดำเนินชีวิตประจำวันของผู้บริโภคทุกเพศทุกวัย

ตัวอย่างอุปกรณ์และวัสดุทางการแพทย์

Dr.Temp Series
แผ่นเจลลดไข้



SureDerm Plus
เนื้อเยื่อทดแทนที่ใช้ร่วมกับการใช้ซิลิโคนเสริมจมูก

ตัวอย่างสินค้าอุปโภคบริโภคอื่น ๆ

Polar Series
สเปรย์ปรับอากาศผสม แอคทีฟ โพลาร์ ช่วยปรับอากาศให้หอมสะอาด ผลิตภัณฑ์โฟมล้างมือ ผสม แอคทีฟ โพลาร์ ช่วยลดการสะสมของแบคทีเรีย

Mossi-GUARD Series
ผลิตภัณฑ์สมุนไพรไล่แมลง

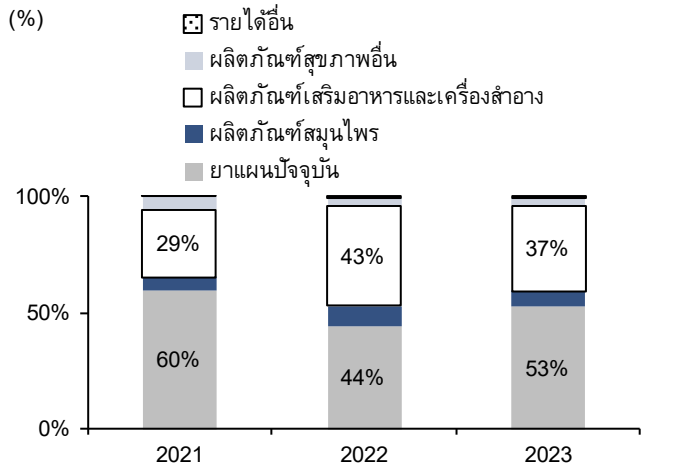
Sources: TMAN, FSSIA's compilation

โครงสร้างรายได้

โครงสร้างรายได้ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2021-2023) หากแบ่งตามกลุ่มผลิตภัณฑ์ ยาแผนปัจจุบันซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์เริ่มต้นของบริษัทเป็นผลิตภัณฑ์ที่สร้างรายได้หลักมาโดยตลอด รองลงมาเป็นผลิตภัณฑ์เสริมอาหารและเครื่องสำอาง ผลิตภัณฑ์ 2 กลุ่มนี้สร้างรายได้รวมกันเป็นสัดส่วน 88%-89% ของรายได้จากการขายรวม

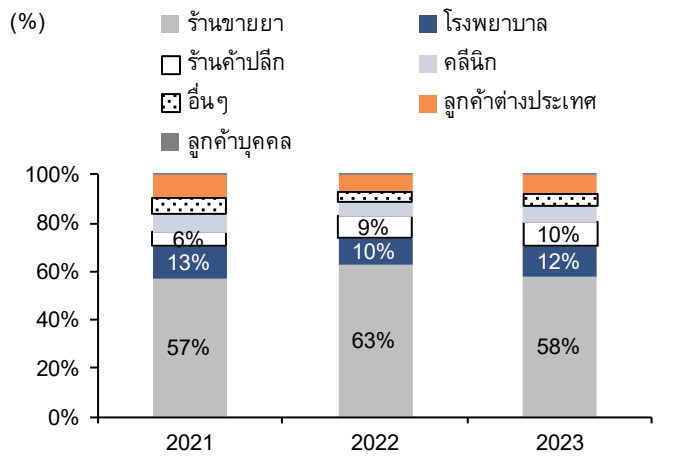
หากแบ่งรายได้จากการขายตามกลุ่มลูกค้าหรือช่องทางการขาย ร้านขายยาเป็นช่องทางการขายหลักของบริษัท มีสัดส่วนกว่า 50% ของรายได้จากการขายในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา รองลงมาเป็นการขายผ่านโรงพยาบาล ร้านค้าปลีกสมัยใหม่/ร้านค้าปลีกเฉพาะอย่าง คลินิก มีสัดส่วนใกล้เคียงกันอย่างละประมาณ 6%-10% ของรายได้จากการขายรวม

Exhibit 2: Revenue breakdown by product



Sources: TMAN, FSSIA's compilation

Exhibit 3: Revenue breakdown by distribution channel



Sources: TMAN, FSSIA's compilation

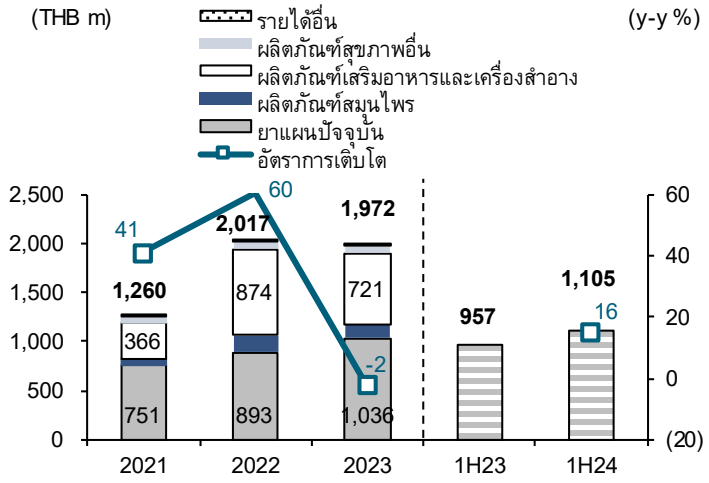
ผลการดำเนินงานในอดีต

รายได้จากการขายของกลุ่มบริษัทในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2021-2023) เติบโตเฉลี่ย 25% CAGR จาก 1,260 ล้านบาทในปี 2021 เป็น 1,972 ล้านบาทในปี 2023 โดยการเติบโตที่สูงอยู่ในช่วงปี 2021-2022 ในอัตรา 41% และ 60% ตามลำดับ โดยเฉพาะกลุ่มผลิตภัณฑ์สมุนไพร และกลุ่มผลิตภัณฑ์เสริมอาหารและเครื่องสำอาง เนื่องจากยังมีผลกระทบของสถานการณ์การแพร่ระบาดของ Covid-19 ที่รุนแรงเป็นระยะ ส่งผลให้ความต้องการของผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการบรรเทาโรคดังกล่าวเพิ่มสูงขึ้น โดยผลิตภัณฑ์ 5 แบรนด์หลักมียอดขายเพิ่มสูงขึ้นในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2021-2023) จากปัจจัยดังกล่าว

นอกจากนี้ การที่กระทรวงสาธารณสุขมีแนวทางการรักษาผู้ติดเชื้อ Covid-19 แบบผู้ป่วยนอก โดยผู้ติดเชื้อสามารถรับยาได้จากโรงพยาบาล สถานพยาบาล คลินิก หรือร้านขายยาเองได้ตั้งแต่เดือน มี.ค. 2022 ทำให้ผู้บริโภคซื้อยารักษาอาการเอง (Self-Medication) ส่งผลให้ช่องทางการจำหน่ายของร้ายขายยาซึ่งเป็นช่องทางหลักของกลุ่มบริษัทและร้านค้าปลีกสมัยใหม่ เพิ่มสูงขึ้นมากในปีดังกล่าว

อย่างไรก็ตาม รายได้ในปี 2023 ที่ปรับลง 2% เนื่องจากสถานการณ์ของ Covid-19 เริ่มคลี่คลาย ความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการรักษาอาการของโรค Covid-19 จึงปรับลดลง แต่มีความต้องการของผลิตภัณฑ์ในกลุ่มอื่นเพิ่มสูงขึ้นแทน เช่น ยาแผนปัจจุบัน ยาปฏิชีวนะ ผลิตภัณฑ์เสริมภูมิคุ้มกัน เป็นต้น นอกจากนี้ บริษัทได้ออกผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ภายใต้แบรนด์ Myda (ยารักษาโรคผิวหนัง) แบรนด์ Vita-C และแบรนด์ ATTOR (ยาลดไขมันในเลือด) ซึ่ง TMAN ขายให้แก่ลูกค้ากลุ่มโรงพยาบาลและร้านขายยาเป็นหลัก ช่วยชดเชยยอดขายผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวกับ Covid-19 ที่ลดลงได้บางส่วน

Exhibit 4: Revenue structure and growth



Sources: TMAN, FSSIA's compilation

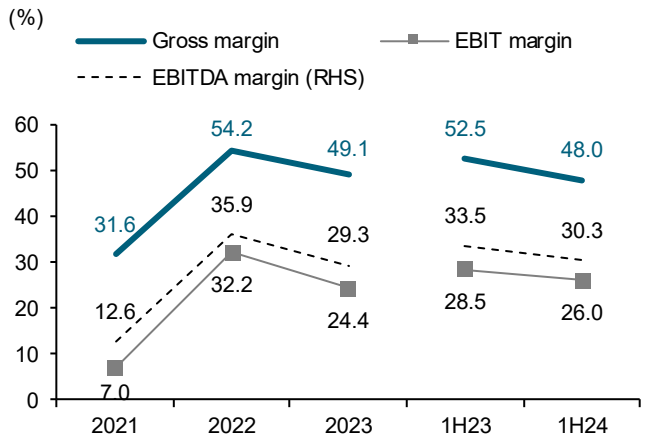
ต้นทุนหลักของกลุ่มบริษัทส่วนใหญ่คือ ต้นทุนวัตถุดิบ บรรจุภัณฑ์ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน อัตรากำไรขั้นต้นในระหว่างปี 2021-2023 อยู่ในช่วง 32%-54% โดยในปี 2021 อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 31.6% ก่อนจะปรับตัวดีขึ้นมากเป็น 54.2% ในปี 2022 และขยับลงเป็น 49.1% ในปี 2023 จาก Product mix การปรับกลยุทธ์เน้นขายสินค้าที่มีอัตรากำไรสูง (ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารและเครื่องสำอาง และผลิตภัณฑ์สมุนไพร มีอัตรากำไรสูงกว่าผลิตภัณฑ์อื่น)

ต้นทุนการจัดจำหน่ายและค่าใช้จ่ายในการบริหารส่วนใหญ่เป็นผลประโยชน์ตอบแทนของพนักงานและค่าโฆษณาและส่งเสริมการขาย ในช่วงปี 2021-2023 ต้นทุนในการจัดจำหน่ายและค่าใช้จ่ายในการบริหารดังกล่าวมีสัดส่วน 22%-25% ของรายได้จากการขายรวม

กำไรจากการดำเนินงานปกติ (Core profit) ไม่รวมการกลับรายการขาดทุนจากการด้อยค่าด้านเครดิตที่คาดว่าจะเกิดขึ้น จึงเติบโตจาก 64 ล้านบาทในปี 2021 เป็น 513 ล้านบาทในปี 2022 (+700% y-y) และเป็น 386 ล้านบาทในปี 2023 (-25% y-y) คิดเป็นอัตรากำไรจากการดำเนินงานปกติต่อรายได้ (Core profit margin) 5.1%, 25.4%, 19.5% ในปี 2021-2023 ตามลำดับ การเพิ่มขึ้นและลดลงของกำไรเป็นไป

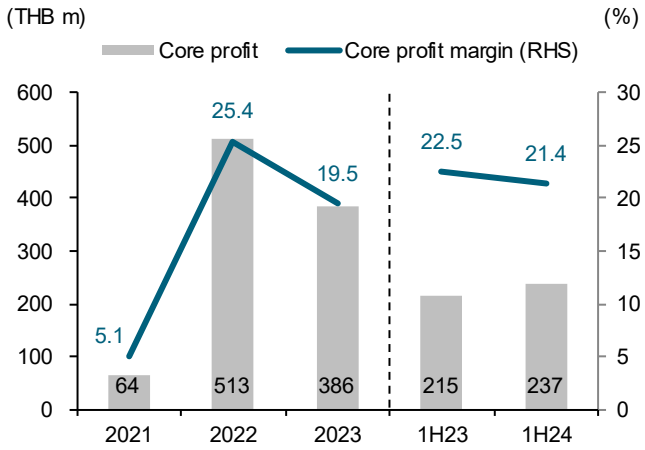
ในทิศทางเดียวกับอัตรากำไรขั้นต้น รวมถึงในปี 2023 อัตราภาษีเงินได้ลดลงเป็น 17.0% เนื่องจากบริษัทได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจาก BOI

Exhibit 5: Margins



Sources: TMAN, FSSIA's compilation

Exhibit 6: Core profit and core profit margin



Sources: TMAN, FSSIA's compilation

สำหรับผลประกอบการงวด 1H24 TMAN มีรายได้จากการขายเติบโตต่อเนื่องเป็น 1,105 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 16% y-y เติบโตทั้งผลิตภัณฑ์ที่ผลิตภายใต้แบรนด์ของกลุ่มบริษัทเอง และผลิตภัณฑ์ที่รับจ้างผลิตภายใต้แบรนด์ของบุคคลภายนอก แม้ว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะชะลอลงเป็น 48.0% จาก 52.5% ใน 1H23 เนื่องจาก Product mix ที่เปลี่ยนแปลงไป แต่การควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่มีประสิทธิภาพ ทำให้ EBITDA เพิ่มขึ้น 4.6% y-y และกำไรจากการดำเนินงานปกติ (Core profit) เพิ่มขึ้น 10.1% y-y เป็น 237 ล้านบาทใน 1H24 คิดเป็นอัตรากำไรจากการดำเนินงานปกติต่อรายได้ (Core profit margin) 21.4% สูงกว่าปี 2023 ที่ 19.5%

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ

เป็นผู้นำในธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพ

กลุ่มบริษัทมีประสบการณ์ในธุรกิจยาวนานกว่า 50 ปี เป็นหนึ่งในผู้นำในธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายเวชภัณฑ์ยาและและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพ มีความสัมพันธ์อันดีและยาวนานกับลูกค้าทั้งองค์กรและกลุ่มบุคคลทั่วประเทศและอีกกว่า 22 ประเทศทั่วโลก การมีความสัมพันธ์ที่แข็งแกร่งกับลูกค้า ส่งผลให้ได้ข้อมูลความต้องการสินค้าโดยตรงจากลูกค้าและสามารถปรับปรุงสินค้าเดิมและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ได้ตรงใจผู้บริโภค

กลุ่มลูกค้าองค์กรของกลุ่มบริษัทล้วนเป็นหน่วยงานที่มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จัก เช่น ลูกค้าในกลุ่มร้านขายยา ได้แก่ FASCINO, Health Up, iCare, Lab Pharmacy, SAVE DRUG, ร้านยากรุงเทพ และร้านขายยาค้าปลีก-ค้าส่งทั่วประเทศไทย เป็นต้น หรือกลุ่มลูกค้าที่เป็นร้านค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern trade) เช่น ห้างสรรพสินค้าต่างๆ ร้านสะดวกซื้อ เช่น 7-11, Big C, Harbour Land, Homepro, Jiffy, Lotus's, Tops, Foodland, Lawson, Matsumoto Kiyoshi, B2S, Mr.DIY, Index Living Mall เป็นต้น และร้านค้าปลีกเฉพาะอย่าง (Specialty store) เช่น Boots, Watson, Baimiang, Lemon Farm เป็นต้น และลูกค้าโรงพยาบาล ทั้งโรงพยาบาลรัฐบาล โรงพยาบาลในมหาวิทยาลัยและโรงเรียนแพทย์ และโรงพยาบาลเอกชนทั่วประเทศไทย

นอกจากนี้ บริษัทยังมีช่องทางการจัดจำหน่ายแบบ Online เพื่อเข้าถึงผู้บริโภคโดยตรง เช่น เว็บไซต์ของ TMT Pro Sport และร้านค้า Official บน Marketplace

สำหรับการกระจายสินค้า กลุ่มบริษัทมีบริหารจัดการการกระจายสินค้าด้วยตัวเอง ทำให้มีต้นทุนในการกระจายสินค้าที่ต่ำ ส่งผลให้มีอัตรากำไรสุทธิสูงกว่าผู้ประกอบการรายอื่น

สำหรับการจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ในต่างประเทศ ระหว่างปี 2020-ปัจจุบัน บริษัทจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ผ่านผู้จัดจำหน่ายและลูกค้าองค์กรอื่นกว่า 22 ประเทศทั่วโลก ไม่ว่าจะเป็น กัมพูชา จีน พม่า มาเลเซีย ลาว เวียดนาม ฮ่องกง สิงคโปร์ ไต้หวัน

มีแบรนด์ที่แข็งแกร่ง ได้รับการยอมรับจากลูกค้าอย่างกว้างขวาง สามารถขยายกลุ่มผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์เดิมได้

กลุ่มบริษัทมีแบรนด์ของตนเองที่ประสบความสำเร็จ เป็นที่ยอมรับจากลูกค้ามาอย่างยาวนานและเป็นวงกว้าง ได้รับความไว้วางใจจากลูกค้า ทำให้สามารถต่อยอดโอกาสทางธุรกิจผ่านการขยายไลน์ผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์เดิมแต่ยังคงใช้จุดเด่นของแบรนด์เพื่อเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้แก่แบรนด์ในปัจจุบัน เช่น Product Champion ของกลุ่มบริษัทฯ อย่าง Propoliz ซึ่งมีคุณสมบัติบรรเทาอาการเจ็บคอที่เกิดจากการติดเชื้อหรืออักเสบในลำคอ ซึ่งกลุ่มบริษัทฯ ได้ขยายแบรนด์ Propoliz โดยเพิ่มรูปแบบการใช้งานและสร้างความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ ไม่ว่าจะเป็นเม็ดอมช่วยให้ชุ่มคอ สเปรย์บรรเทาอาการเจ็บคอ ยาสีฟัน น้ำยาบ้วนปาก เป็นต้น ผลิตภัณฑ์แบรนด์ Propoliz ยังคงได้รับความนิยมอยู่ในปัจจุบันแม้ว่าสถานการณ์ Covid-19 จะคลี่คลายไปแล้ว และยังคงสร้างยอดขายเป็นอันดับต้นๆ ของบริษัท

นอกจากแบรนด์ Propoliz กลุ่มบริษัทยังมีแบรนด์ไอยราที่ได้เพิ่มรูปแบบการใช้งานและสร้างความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ เช่น ยาน้ำแก้ไอมะแว้ง ยาน้ำแก้ไอมะขามป้อม และยาเม็ดอมผสมสารสกัดมะแว้ง และแบรนด์อื่นๆ อย่างแบรนด์ Myda ที่มีคุณสมบัติรักษาโรคผิวหนังผิวหนังที่เกิดจากการติดเชื้อที่มีอาการอักเสบ แบรนด์ IBUMAN ช่วยบรรเทาอาการปวดและอักเสบ แบรนด์ Polar สเปรย์ปรับอากาศผสมสารสกัดจากธรรมชาติ และแบรนด์ Vita-C วิเป็นตามินเสริมภูมิคุ้มกันที่เป็นที่นิยมในกลุ่มแม่และเด็ก และนักท่องเที่ยว

ณ วันที่ 30 มิ.ย. 2024 กลุ่มบริษัทเป็นเจ้าของแบรนด์เวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพรวม 226 แบรนด์ และนำเข้าหรือจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์ของบุคคลภายนอกอีก 16 แบรนด์ รวมทั้งสิ้นกว่า 842 ผลิตภัณฑ์ (SKUs) ทำให้กลุ่มบริษัทมีผลิตภัณฑ์ประเภทเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพที่หลากหลาย ครอบคลุมทุกวัยของกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย รองรับความต้องการของลูกค้าได้ครบวงจร

โรงงานผลิตได้รับการรับรองมาตรฐานระดับสากล

โรงงาน ที.แมน ฟาร์มา ซึ่งเป็นโรงงานผลิตยาแผนปัจจุบันของบริษัทได้รับการรับรองมาตรฐานหลักเกณฑ์วิธีการที่ดีในการผลิต หรือ Good Manufacturing Practice – Pharmaceutical Inspection Co-Operation Scheme (GMP-PIC/S) และ Good Distribution Practice (GDP PIC/S) สำหรับยาแผนปัจจุบัน

โรงงาน เฮเว่น เฮิร์บ ซึ่งเป็นโรงงานผลิตผลิตภัณฑ์สมุนไพร ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร เครื่องสำอาง ได้รับการรับรองมาตรฐาน GMP-PIC/S และ GDP-PIC/S สำหรับยาแผนโบราณ/ผลิตภัณฑ์สมุนไพร ซึ่งเป็นมาตรฐานกระบวนการผลิตยาและการกระจายยาที่ดีของประเทศในสหภาพยุโรป และมาตรฐาน GMP ASEAN Cosmetic ซึ่งเป็นมาตรฐานเครื่องสำอางที่ได้รับการยอมรับในระดับ ASEAN

นอกจากนี้ โรงงานผลิตของกลุ่มบริษัทมีเทคโนโลยีที่ทันสมัย ช่วยให้ผลิตสินค้าที่มีคุณภาพได้อย่างรวดเร็วและบริหารต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ และได้การรับรองมาตรฐานการผลิต และการพัฒนาและวิจัยอื่นๆ อีกมากมาย เช่น

- มาตรฐาน ISO/IEC 17025:2017 มาตรฐานข้อกำหนดความสามารถของห้องปฏิบัติการทดสอบและห้องปฏิบัติการสอบเทียบสำหรับทดสอบยา
- มาตรฐาน ISO 9001:2015 มาตรฐานระบบจัดการคุณภาพ สำหรับการผลิตและพัฒนายาแผนปัจจุบัน
- มาตรฐาน ISO 22716:2007 Cosmetics-Good Manufacturing Practices (GMP) สำหรับเครื่องสำอาง
- มาตรฐาน ISO 22000:2018 มาตรฐานระบบการจัดการความปลอดภัยของอาหาร สำหรับผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร
- มาตรฐาน Good Hygiene Practices (GHP)
- มาตรฐาน ISO 9001:2015 มาตรฐานระบบการจัดการคุณภาพ สำหรับผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร

กลุ่มบริษัทยังได้รับการรับรองเกี่ยวกับการเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม เช่น การรับรองอุตสาหกรรมสีเขียว (Green Industry) จากกรมโรงงานอุตสาหกรรม และได้รับการยอมรับจากหน่วยงานภายนอกอย่างกว้างขวาง ยืนยันได้จากรางวัลที่กลุ่มบริษัทฯ ได้รับ เช่น รางวัล 2023 HWB Awards Best Selling : Natural Mouth Spray : Propoliz Mouth Spray จาก Watsons

ส่วนงานวิจัยและพัฒนามีเครื่องมือที่ทันสมัย ช่วยให้สินค้าที่ผลิตออกมามีคุณภาพ รวดเร็ว ตรงตามความต้องการของลูกค้า และบริหารจัดการต้นทุนการผลิตได้อย่างมีประสิทธิภาพ

หน่วยงานวิจัยและพัฒนาภายใต้กลุ่มบริษัทฯ และมีการร่วมมือกับสถาบันวิจัยและสถาบันการศึกษาชั้นนำและหน่วยงานพันธมิตรระดับประเทศเพื่อสนับสนุนการคิดค้นนวัตกรรมใหม่เพื่อสุขภาพ

กลุ่มบริษัทมีฝ่ายวิจัยและพัฒนาภายในและมีศูนย์วิจัยและเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยภายในพื้นที่ของกลุ่มบริษัทฯ เอง รวมถึงมีบุคลากรที่มีความรู้เฉพาะด้าน ช่วยให้กลุ่มบริษัทสามารถตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของผู้บริโภคและนวัตกรรมใหม่ๆ ได้อย่างรวดเร็ว ปัจจุบันกลุ่มบริษัทมีบุคลากรที่เป็นเภสัชกรและนักวิทยาศาสตร์จำนวน 112 คน และมีงานวิจัยที่อยู่ระหว่างการศึกษาจำนวน 35 โครงการ โดยสำหรับปี 2020-2023 กลุ่มบริษัทมีงานวิจัยที่ประสบความสำเร็จและสามารถนำมาต่อยอดจดทะเบียนเป็นผลิตภัณฑ์ได้สำเร็จ 19 - 42 ผลิตภัณฑ์ต่อปี

นอกจากนี้ กลุ่มบริษัทมีความสัมพันธ์ที่ดีกับสถาบันวิจัยและมหาวิทยาลัยชั้นนำ มีการนำงานวิจัยจากองค์กรดังกล่าวมาต่อยอดและสร้างเป็นผลิตภัณฑ์ใหม่ เช่น จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย มหาวิทยาลัยขอนแก่น มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ มหาวิทยาลัยนเรศวร มหาวิทยาลัยบูรพา มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ มหาวิทยาลัยมหิดล มหาวิทยาลัยแม่ฟ้าหลวง มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์ โดยได้รับแหล่งเงินทุนสนับสนุนจากหลายองค์กรหรือโครงการ อาทิ สำนักงานนวัตกรรมแห่งชาติ (องค์การมหาชน) (NIA) สำนักงานพัฒนาการวิจัยการเกษตร (สวก.) สำนักงานการวิจัยแห่งชาติ (วช.) โปรแกรมสนับสนุนการพัฒนาเทคโนโลยีและนวัตกรรม (ITAP) เป็นต้น

ทีมผู้บริหารและบุคลากรมีความเชี่ยวชาญ มีประสบการณ์ยาวนาน

ธุรกิจของกลุ่มบริษัทถูกก่อตั้งโดยคุณธีรวัฒน์ ฐานะโชติพันธ์ ซึ่งมีประสบการณ์ด้านการขายในฐานะตัวแทนขายยา ร่วมกับคุณคำนวณ คงศุภลักษณ์ ซึ่งเป็นเภสัชกร มีความรู้เป็นอย่างดีเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ปัจจุบัน ภายใต้การบริหารงานของผู้บริหาร นำโดย คุณประพล ฐานะโชติพันธ์ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ซึ่งมีความรู้และประสบการณ์ด้านเภสัชกรรมและการขายมากกว่า 15 ปี และคุณอรพรรณ ฐานะโชติพันธ์ รองประธานเจ้าหน้าที่บริหารกำกับสายงานปฏิบัติการ การเงิน การบัญชี ซึ่งมีประสบการณ์การทำงานด้านการเงินกับกลุ่มบริษัทกว่า 15 ปี รวมถึงทีมผู้บริหารที่มีความสามารถด้านต่างๆ ทั้งเภสัชกร ฝ่ายการตลาดที่เชี่ยวชาญ ทำให้กลุ่มบริษัทถูกขับเคลื่อนด้วยทีมที่มีความรู้ความสามารถเฉพาะด้านสามารถนำเสนอผลิตภัณฑ์และผลักดันให้เป็นที่นิยมได้อย่างมีประสิทธิภาพ

TMAN อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการเติบโต

แนวโน้มความเจ็บป่วยมีเพิ่มสูงขึ้นทั้งกลุ่มโรคติดต่อและโรคไม่ติดต่อเรื้อรัง ซึ่งเป็นผลจากการที่ประชากรไทยเข้าสู่สังคมผู้สูงวัย (มากกว่า 10% ของประชากรทั้งประเทศ มีประชากรอายุมากกว่า 60 ปี) และคาดว่าจะเข้าสู่สังคมผู้สูงวัยอย่างสมบูรณ์ในปี 2030 ทำให้การดูแลทั้งในเชิงการรักษาและการป้องกันมีโอกาสเติบโตสูงไม่แพ้กัน ทั้งที่เป็นยาแผนปัจจุบัน ยาสมุนไพรซึ่งได้รับความนิยมมากขึ้นอย่างต่อเนื่องเพราะมีส่วนผสมที่มาจากธรรมชาติ

ซึ่งนโยบายภาครัฐยังหนุนการลงทุนที่เกี่ยวเนื่องกับอุตสาหกรรมยา เช่น การลงทุนภายใต้มาตรการส่งเสริมของ BOI เช่น การยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคล 8 ปี แก่ผู้ผลิตสารออกฤทธิ์สำคัญทางยา (Active Pharmaceutical Ingredients: APIs) และยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคล 5 ปี สำหรับผู้ผลิตยาแผนปัจจุบัน เพื่อกระตุ้นการลงทุนธุรกิจการแพทย์รวมถึงยา นอกจากนี้กิจการผลิตยายังเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมเป้าหมายใหม่ (New S-curve) ในพื้นที่ระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) คาดว่าจะนำไปสู่การวิจัยและพัฒนายาซึ่งจะทำให้ต้นทุนถูกกว่าการนำเข้า โดยเฉพาะการผลิตยาด้วยเทคโนโลยีขั้นสูง ภาครัฐจะสนับสนุนงบประมาณการวิจัยและให้สิทธิประโยชน์ทางภาษี เป็นต้น

วางกลยุทธ์พัฒนาทั้งยาแผนปัจจุบัน ยาสมุนไพร รวมทั้งยากลุ่มอื่น ๆ

องค์การอนามัยโลก (WHO) รายงานว่าในปี 2019 ประชากรไทยเสียชีวิตด้วยกลุ่มโรคไม่ติดต่อเรื้อรัง (NCDs) สูงถึง 76.6% ของสาเหตุการเสียชีวิตทั้งหมดในประเทศ สะท้อนความต้องการบริโภคยาในประเทศที่มีแนวโน้มสูงขึ้น ในการพัฒนากลุ่มยาสามัญใหม่เพื่อเจาะตลาดยาที่สิทธิบัตรใกล้หมดอายุนั้น กลุ่มบริษัทจะทำการศึกษาองค์ประกอบของยาดังกล่าวล่วงหน้าเพื่อให้กลุ่มบริษัทสามารถวิจัยและพัฒนา และผลิตยาใหม่ได้อย่างรวดเร็วเมื่อสิทธิบัตรของยานั้นๆ หมดอายุลง ภายหลังการขึ้นทะเบียนยาสำเร็จ ทีมขายจะทำการเจาะกลุ่มโรงพยาบาล ทำการตลาด ให้ความรู้ในตัวยา เพื่อจำหน่ายในโรงพยาบาลทั้งในกรุงเทพและต่างจังหวัด

สำหรับยาสมุนไพรและยากลุ่มอื่นๆ กลุ่มบริษัทฯ ได้พัฒนาให้เหมาะสมกับสถานการณ์ และเทรนด์ด้านสุขภาพที่เปลี่ยนไป กลุ่มบริษัทฯ มีจุดเด่นในด้านการหาจุดขายของผลิตภัณฑ์ต่างๆ ทำการสื่อสารและประชาสัมพันธ์ผ่านช่องทางต่างๆ ทั้งโทรทัศน์ ป้ายโฆษณา เว็บไซต์ Influencer และ Social media ต่างๆ เพื่อให้เข้าถึงลูกค้าทุกกลุ่ม และเพื่อให้เป็นที่จดจำของลูกค้า

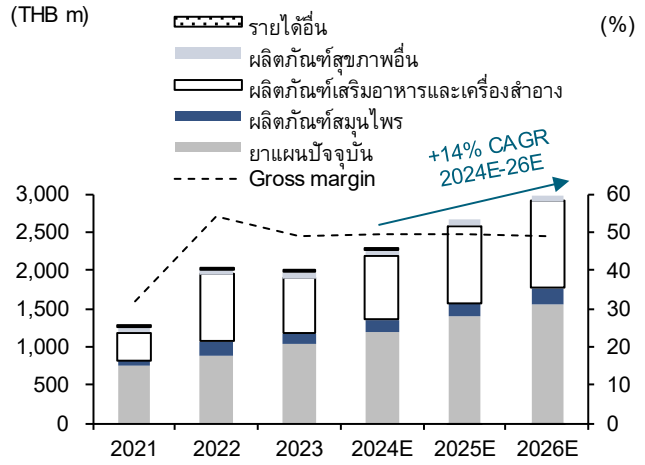
คาดการณ์กำไรปี 2024-2026 เติบโต 21%/9%/9% ตามลำดับ

เราคาดรายได้จากการขายในระหว่าง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2024-2026) จะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 14% CAGR (ปี 2024-2026) การเติบโตจะยังคงมาจากผลิตภัณฑ์เดิมและการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ภายใต้แบรนด์ที่เป็น Product champion อยู่แล้ว โดยคาดว่าผลิตภัณฑ์เสริมอาหารจะเติบโตเร่งตัวตามกระแสนิยมของผู้บริโภคในปัจจุบัน ขณะที่ยาแผนปัจจุบันคาดว่าจะเติบโตอย่างมีสเถียรภาพและยังคงมีสัดส่วนกว่า 50% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า

เราประเมินอัตรากำไรขั้นต้นในระดับ 49%-50% จาก Product mix และการประหยัดต่อขนาด รวมถึงการจำหน่ายของผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์ของกลุ่มบริษัทเอง โดยคาดว่ายังคงมีสัดส่วนกว่า 50% ของรายได้จากการขายรวมต่อไป

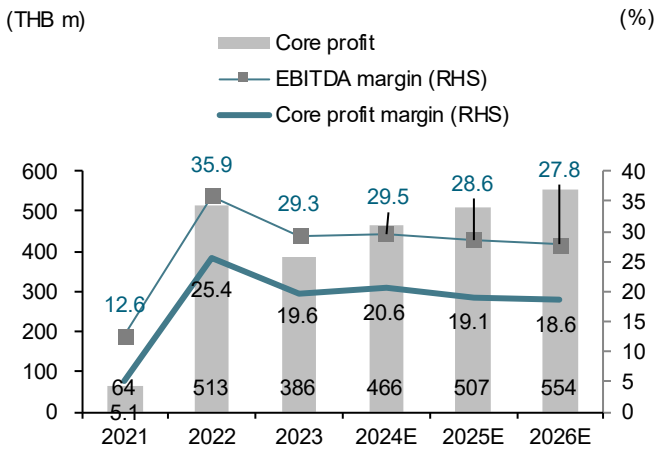
ต้นทุนในการจัดจำหน่ายและค่าใช้จ่ายในการบริหารจะมีเสถียรภาพมากขึ้นกว่าในอดีตโดยคาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 25%-26% ของรายได้ ภาระดอกเบี้ยจ่ายคาดว่าจะเพิ่มขึ้นตามการกู้ยืมเงินเพื่อจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลจำนวน 1,336 ล้านบาท และตั้งสมมติฐานอัตราภาษีจ่ายอยู่ที่ประมาณ 14% ในปี 2024-2025 จากสิทธิประโยชน์ทางภาษีจาก BOI ก่อนจะทยอยขยับขึ้นเป็น 16%, 18% และ 20% ในปี 2026-2028 ตามลำดับ บนสมมติฐานดังกล่าว คาดว่ากำไรจากการดำเนินงานปกติ (Core profit) ในช่วงปี 2024-2026 จะเป็น 466 ล้านบาท และ 507 ล้านบาท และเป็น 554 ล้านบาท คิดเป็นการขยายตัว 21%/9%/9% ตามลำดับ และคิดเป็นอัตรากำไรจากการดำเนินงานปกติต่อรายได้ (Core profit margin) 20.6%/19.1%/18.6% ตามลำดับ

Exhibit 7: Revenue and gross margin



Sources: TMAN, FSSIA estimates

Exhibit 8: Core profit and margins



Sources: TMAN, FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

ในการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมด้วยวิธี P/E Multiplier และ DCF เราพบว่าได้มูลค่าที่เหมาะสมใกล้เคียงกันโดยอยู่ในช่วง 25.50 – 26.80 บาท

เราเห็นว่าการประเมินมูลค่าด้วยวิธี Relative valuation อิง P/E Multiplier เหมาะสมมากกว่าเนื่องจากผลประกอบการของธุรกิจมีความสัมพันธ์โดยตรงกับการบริโภคและเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงตามปัจจัยต่างๆ ในแต่ละปี เราประเมินมูลค่าโดยอิง 2025E P/E 20.0 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 2025E P/E ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกันในไทยและในต่างประเทศที่มีค่าเฉลี่ยของ P/E 21.2 เท่าในปี 2025

บนประมาณการ EPS ที่ 1.27 บาทต่อหุ้นในปี 2025 คำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานที่ 25.50 บาทต่อหุ้น

Exhibit 9: Peers comparison as of 19 September 2024

Company	BBG	Market	-------- PE --------		------- ROE -------		------ PBV ------		---- EV/EBITDA ----	
		Cap	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
		(USD m)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
Thailand										
Mega lifesciences*	MEGA TB	1,067	14.4	13.6	25.5	25.7	3.6	3.4	10.2	9.6
Thailand average		**1,067**	**14.4**	**13.6**	**25.5**	**25.7**	**3.6**	**3.4**	**10.2**	**9.6**
Regional										
Alkem Laboratories	ALKEM IN	8,777	33.4	28.8	19.4	19.4	6.2	5.3	28.0	24.4
Huadong medicine	000963 CH	6,844	14.4	12.44	14.5	14.70	2.1	1.8	9.8	8.6
Gloxosmithkline pharmaceuticals	GLXO IN	5,468	55.5	47.3	43.8	43.1	22.7	19.9	41.2	36.5
Kalbe farma	KLBF IJ	5,329	24.7	22.6	14.6	14.6	3.5	3.2	16.3	15.0
China feihe	6186 HK	5,281	9.4	8.8	15.2	15.3	1.4	1.4	4.9	4.7
Ajanta Pharma	AJP IN	4,779	42.0	35.9	24.7	24.4	9.7	7.8	29.4	25.5
Hugel	145020 KS	2,506	26.5	21.2	14.8	16.6	3.8	3.2	17.8	14.8
Chong Kun Dang Pharmaceuticals	185750 KS	1,184	14.8	11.6	18.8	19.6	2.7	2.3	10.2	8.6
Towa Pharmaceuticals	4553 JT	1,074	11.8	10.5	7.7	8.1	0.9	0.8	8.7	8.2
JCR pharmaceuticals	4552 JT	591	16.8	18.5	8.5	7.3	1.4	1.3	10.5	11.0
Apex Healthcare	APEX MK	470	21.2	22.9	11.4	11.7	2.2	2.0	15.2	14.2
Regional average		**42,303**	**24.6**	**21.9**	**17.6**	**17.7**	**5.1**	**4.5**	**17.5**	**15.6**
Overall average		**43,370**	**23.7**	**21.2**	**18.2**	**18.4**	**5.0**	**4.4**	**16.9**	**15.1**

Sources: Bloomberg consensus, * FSSIA estimates

จากการประเมินด้วยวิธี DCF อิง WACC 7.5% LTG 3.0% ได้มูลค่า 26.80 บาท คิดเป็น 2025E Implied P/E 21.1 เท่า ยังคงใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 2025E P/E ของบริษัทในและต่างประเทศ

Exhibit 9: DCF-based valuation

Cost of equity assumption	(%)	Cost of debt assumption	(%)
Risk free rate	3.50	Pre-tax cost of debt	3.50
Market risk premium	11.00	Tax rate	14.00
Stock beta	0.96		
Cost of equity, Ke	10.59	Cost of debt, Kd	1.27
Weight applied	57.7	Weight applied	42.3
WACC	7.50		
Terminal growth	3.00		
	(THB m)		
Sum of PV of FCF	3,439		
PV of Terminal value	7,880		
Enterprise value	11,319		
Net debt	-599		
Equity value	10,720		
No. of shares	400		
Equity value per share	**26.80**		

Sources: FSSIA estimates

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ปัจจุบัน TMAN มีทุนจดทะเบียนจำนวน 300,002,700 บาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 400,003,600 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.75 บาท และมีทุนชำระแล้วจำนวน 246,430,000 บาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 328,573,600 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.75 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 102,000,000 หุ้นแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) ในครั้งนี้ ซึ่งมาจากหุ้นสามัญเดิมจำนวนไม่เกิน 30,570,000 หุ้น และหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวนไม่เกิน 71,430,000 หุ้น บริษัทฯ จะมีทุนชำระแล้วเป็นจำนวนไม่เกิน 300,002,700 บาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวนไม่เกิน 400,003,600 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.75 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้คิดเป็น 25.5% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดหลัง IPO

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้ เพื่อนำไปขยายกำลังการผลิตกลุ่มยาแผนปัจจุบัน ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร ปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตผลิตภัณฑ์สมุนไพร พัฒนาระบบงานขาย ติดตั้งโซลาร์บนหลังคาในระหว่างปี 2024-2026

Exhibit 10: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ TMAN ณ วันที่ 31 มี.ค. 2024 และภายหลัง IPO

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	---------- ก่อน IPO ----------		---------- หลัง IPO ----------	
		จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)	จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)
1	ครอบครัวฐานะโชติพันธ์				
	1.1 บริษัท โชติพันธ์ จำกัด	204,002,000	62.1	204,002,000	51.0
	1.2 นายประพล ฐานะโชติพันธ์	26,857,600	8.2	26,857,600	6.7
	1.3 นางสาวนราภรณ์ ฐานะโชติพันธ์	13,428,800	4.1	13,428,800	3.4
	1.4 นางสาวเบญจวรรณ ฐานะโชติพันธ์	13,428,800	4.1	13,428,800	3.4
	1.5 นางสาวอรพรรณ ฐานะโชติพันธ์	13,428,800	4.1	13,428,800	3.4
	1.6 นางสาวศิริวรรณ ฐานะโชติพันธ์	13,428,800	4.1	13,428,800	3.4
	1.7 นายธีรวัฒน์ ฐานะโชติพันธ์	6,714,400	2.0	6,714,400	1.7
	1.8 นางคำนวณ คงศุภลักษณ์	6,714,400	2.0	6,714,400	1.7
	1.9 TKW Capital Limited	30,570,000	9.3	-	-
	รวมครอบครัวฐานะโชติพันธ์	328,573,600	100.0	298,003,600	74.5
	รวมครอบครัวฐานะโชติพันธ์	**328,573,600**	***100.0***	**298,003,600**	***74.5***
2	เสนอขายต่อประชาชน			102,000,000	*25.5*
	รวม หลัง IPO			**400,003,600**	***100.00***

Sources: TMAN, FSSIA's compilation

ภายหลัง IPO กลุ่มครอบครัวฐานะโชติพันธ์มีหุ้นที่ถูกห้ามขาย (Lockup shares) ตามเกณฑ์ ก.ล.ต. เป็นจำนวนรวมทั้งสิ้นไม่เกิน 220.0 ล้านหุ้น หรือเท่ากับ 55.0% ของทุนชำระแล้วภายหลัง IPO

นอกจากนี้ กลุ่มครอบครัวฐานะโชติพันธ์ ซึ่งได้แก่ 1) นายประพล ฐานะโชติพันธ์ 2) นางสาวนราภรณ์ ฐานะโชติพันธ์ 3) นางสาวเบญจวรรณ ฐานะโชติพันธ์ 4) นางสาวอรพรรณ ฐานะโชติพันธ์ 5) นางสาวศิริวรรณ ฐานะโชติพันธ์ 6) นายธีรวัฒน์ ฐานะโชติพันธ์ 7) นางคำนวณ คงศุภลักษณ์ มีแผนตกลงและยินยอมโดยความสมัครใจที่จะไม่ขาย หรือโอนด้วยวิธีการใดๆ ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม สำหรับหุ้นส่วนที่เหลือจากหุ้นสามัญที่ถูกห้ามขายตามที่กำหนดในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ เรื่อง การรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2558 ลงวันที่ 11 พฤษภาคม พ.ศ. 2558 (รวมทั้งที่มีการแก้ไขเพิ่มเติม) โดยคิดเป็นจำนวนรวมทั้งสิ้นไม่เกิน 78.0 ล้านหุ้น เป็นระยะเวลา 180 วัน นับจากวันที่หุ้นสามัญของ TMAN เริ่มซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ (Voluntary share lockup)

นโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 30% ของกำไรสุทธิของงบการเงินเฉพาะกิจการ หลังหักเงินสำรองทุกประเภทตามที่กำหนดไว้ในกฎหมาย และข้อบังคับของบริษัทในแต่ละปี และจะต้องไม่มีขาดทุนสะสมในส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ โดยจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน สภาพคล่อง การขยายธุรกิจ ความจำเป็นในการใช้เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน แผนการลงทุนและการขยายธุรกิจในอนาคต สภาวะตลาด ความเหมาะสม และปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการบริหารงานของบริษัท

ปัจจัยความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากผลิตภัณฑ์ใหม่ไม่เป็นที่ยอมรับในตลาด

ในกระบวนการผลิตผลิตภัณฑ์ของบริษัท ต้องเป็นไปตามมาตรฐานของกฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกำหนด และได้รับอนุมัติจากหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง จึงนอกจากอาจมีความล่าช้าจากกระบวนการดังกล่าว ซึ่งไม่สามารถคาดเดาได้ ผลิตภัณฑ์นั้นๆ หากล่าช้าเกินไป อาจไม่อยู่ในกระแสความนิยมของตลาด หรือแม้แต่ไม่ใช่ผลิตภัณฑ์ที่เป็นกระแส บริษัทอาจมีความเสี่ยงจากการออกผลิตภัณฑ์สู่ตลาดแล้วไม่เป็นที่นิยมตามที่คาดหวังไว้ ส่งผลให้เกิดการเสียโอกาสและไม่สามารถสร้างผลตอบแทนได้ตามที่หวัง อย่างไรก็ตาม ทีมงานของกลุ่มบริษัทมีประสบการณ์อันยาวนาน ให้ความสำคัญกับ R&D ซึ่งช่วยสร้างโอกาสของความสำเร็จ

ความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของรายได้จากแบรนด์หลัก

ผลิตภัณฑ์ 5 แบรนด์หลักของกลุ่มบริษัท ได้แก่ กลุ่มผลิตภัณฑ์แบรนด์ Propoliz แบรนด์ Vita-C แบรนด์ไอยรา แบรนด์ Myda และแบรนด์ IBUMAN สำหรับปี 2021-2023 และงวด 1H24 กลุ่มบริษัทมียอดขายรวม 5 แบรนด์หลัก คิดเป็นสัดส่วน 33.0%, 52.3%, 45.9% และ 46.1% ของรายได้รวมจากการขายตามลำดับ จึงอาจเป็นความเสี่ยงหากเกิดผลกระทบในทางลบกับผลิตภัณฑ์ในกลุ่มดังกล่าว และอาจส่งผลต่อผลประกอบการของกลุ่มบริษัทได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทให้ความสำคัญอย่างมากกับการรักษามาตรฐานของผลิตภัณฑ์ รวมถึงการสื่อสารและส่งเสริมความรู้ความเข้าใจ และใกล้ชิดผู้บริโภค เพื่อบดความเสี่ยงดังกล่าว รวมถึงการเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่ แบรนด์ใหม่ในตลาดอย่างต่อเนื่องเพื่อการกระจายตัวของรายได้

ความเสี่ยงจากการถูกร้องเรียนเกี่ยวกับความรับผิดในผลิตภัณฑ์ของกลุ่มบริษัท

บริษัทอาจเผชิญกับข้อเรียกร้องที่เกี่ยวข้องกับความรับผิดในผลิตภัณฑ์เนื่องจากสาเหตุต่างๆ เช่น การปนเปื้อน การเสื่อมสภาพ หรือการหมดอายุของผลิตภัณฑ์ การติดฉลากและคำเตือนของผลิตภัณฑ์ที่ไม่เพียงพอ ไม่ถูกต้อง หรือการถูกฉ้อฉลเกี่ยวกับข้อมูลตัวยาที่บรรจุภายในหรือทำให้ผู้บริโภคเข้าใจผิด หรือการละเมิดทรัพย์สินทางปัญญาโดยบุคคลอื่น ซึ่งอาจกระทบชื่อเสียง ความเชื่อมั่นของผู้บริโภค และอาจส่งผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ ทั้งนี้ บริษัทให้ความสำคัญต่อการบริหารจัดการกรณีดังกล่าว มีการตรวจสอบคุณภาพที่เป็นไปตามตามมาตรฐานและข้อกำหนดทางความปลอดภัย

ความเสี่ยงจากการปรับเพิ่มของต้นทุนสินค้า

ความผันผวนของราคาวัตถุดิบซึ่งอยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัทเป็นสิ่งที่อาจเกิดขึ้นได้ และอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในกรณีที่บริษัทไม่สามารถผลักภาระต้นทุนวัตถุดิบไปให้ลูกค้าได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทมีการบริหารจัดการ ติดตามการเปลี่ยนของราคาอย่างใกล้ชิด และความสัมพันธ์อันดีกับผู้ขาย ทำให้บริษัทสั่งซื้อวัตถุดิบในปริมาณมากภายใต้เงื่อนไขที่ดี และซื้อสินค้าจากผู้ผลิตหลายรายเพื่อกระจายความเสี่ยงดังกล่าว

ความเสี่ยงจากการแข่งขันสูง

ธุรกิจการผลิตและจัดจำหน่ายเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพเป็นธุรกิจที่มีการแข่งขันสูง จากเทรนด์การดูแลสุขภาพในเชิงป้องกัน และพฤติกรรมของผู้บริโภคที่หันมาใส่ใจในการดูแลรักษาสุขภาพมากขึ้น ส่งผลให้ตลาดมีการเติบโต และมีผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ที่หลากหลายในตลาดเป็นจำนวนมาก ในราคาหลากหลายเช่นกัน หากกลุ่มบริษัทไม่สามารถรักษาคุณภาพและมาตรฐานในการผลิต หรือปรับปรุงผลิตภัณฑ์เดิมและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ออกสู่ตลาดให้ตรงใจผู้บริโภค กลุ่มบริษัทอาจสูญเสียความสามารถในการแข่งขันและสูญเสียลูกค้า ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของกลุ่มบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการบริหารสินค้าคงเหลือ

สินค้าของกลุ่มบริษัทเป็นเวชภัณฑ์ยาและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพซึ่งมีอายุของสินค้า สินค้าบางชนิดอาจเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วตามกระแสความนิยมของผู้บริโภค หรืออาจมีความไม่แน่นอนในการนำผลิตภัณฑ์ใหม่ออกสู่ตลาด กลุ่มบริษัทจึงอาจมีความเสี่ยงหากไม่สามารถบริหารจัดการสินค้าคงเหลือให้มีปริมาณที่เหมาะสม หากปริมาณสินค้าคงเหลือมีจำนวนมาก อาจต้องนำมาลดราคาเพื่อระบายสต็อก ซึ่งอาจกระทบผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลก่อน IPO

กลุ่มบริษัทได้จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลก่อนการ IPO ในครั้งนี้ จำนวน 1,335.7 ล้านบาทโดยมีแหล่งเงินทุนจาก (1) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (2) เงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงินที่กลุ่มบริษัทฯ มีวงเงินอยู่กับสถาบันการเงินในปัจจุบัน 100.0 ล้านบาท และ (3) เงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงินจากสัญญารับชำระหนี้ (สำหรับตั๋วสัญญาใช้เงิน) วงเงินไม่เกิน 1,200 ล้านบาท การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจะมีผลกระทบต่ออัตราส่วนทางการเงิน เช่น D/E จะเพิ่มขึ้นจาก 0.6 เท่าเป็น 4.7 เท่า IBD/E จะเพิ่มขึ้นจาก 0.1 เท่า เป็น 3.3 เท่า อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (DSCR) จะลดลงจาก 19.2 เท่า เป็น 14.8 เท่า และภาระดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นตามต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น

อย่างไรก็ตาม กลุ่มบริษัทคาดว่าอัตราส่วน D/E และ IBD/E ภายหลัง IPO จะไม่เกินกว่าอัตราส่วนทางการเงินตามที่กำหนดในสัญญาเงินกู้ของบริษัทฯ คือ D/E ไม่เกิน 2.0 เท่า และ DSCR ไม่ต่ำกว่า 1.1 เท่า เนื่องจากการเพิ่มทุน IPO ในครั้งนี้จะทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น

Financial Statements

T.MAN Pharmaceutical

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	2,017	1,972	2,268	2,654	2,973
Cost of goods sold	(924)	(1,003)	(1,143)	(1,340)	(1,526)
Gross profit	**1,093**	**969**	**1,125**	**1,313**	**1,446**
Other operating income	8	8	7	8	8
Operating costs	(452)	(496)	(574)	(690)	(761)
Operating EBITDA	**724**	**578**	**670**	**760**	**827**
Depreciation	(75)	(98)	(112)	(128)	(133)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	**649**	**480**	**558**	**631**	**694**
Net financing costs	(17)	(15)	(14)	(40)	(31)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	(41)	45	0	0	0
Profit before tax	**591**	**510**	**543**	**591**	**662**
Tax	(119)	(79)	(77)	(84)	(108)
Profit after tax	**473**	**431**	**466**	**507**	**554**
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	**473**	**431**	**466**	**507**	**554**
Non-recurring items & goodwill (net)	**41**	**(45)**	**0**	**0**	**0**
Recurring net profit	**513**	**386**	**466**	**507**	**554**
Per share (THB)					
Recurring EPS *	2.05	1.18	1.17	1.27	1.39
Reported EPS	1.89	1.31	1.17	1.27	1.39
DPS	0.00	0.00	3.34	0.38	0.42
Diluted shares (used to calculate per share data)	250	329	400	400	400
Growth					
Revenue (%)	60.1	(2.2)	15.0	17.0	12.0
Operating EBITDA (%)	355.0	(20.1)	15.8	13.4	8.9
Operating EBIT (%)	631.2	(26.0)	16.1	13.2	9.9
Recurring EPS (%)	700.3	(42.8)	(0.9)	8.8	9.2
Reported EPS (%)	737.9	(30.7)	(11.2)	8.8	9.2
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	54.2	49.1	49.6	49.5	48.7
Gross margin exc. depreciation (%)	-	-	-	-	-
Operating EBITDA margin (%)	35.9	29.3	29.5	28.6	27.8
Operating EBIT margin (%)	32.2	24.4	24.6	23.8	23.3
Net margin (%)	23.4	21.9	20.6	19.1	18.6
Effective tax rate (%)	20.1	15.5	14.2	14.2	16.3
Dividend payout on recurring profit (%)	-	-	286.5	30.0	30.0
Interest cover (X)	38.2	32.4	38.9	15.5	22.1
Inventory days	131.8	152.8	160.2	141.5	127.2
Debtor days	75.6	106.7	99.6	95.2	95.9
Creditor days	74.0	73.5	72.3	60.0	57.3
Operating ROIC (%)	44.3	26.8	26.4	25.0	23.7
ROIC (%)	39.8	25.0	24.6	24.0	23.7
ROE (%)	58.6	33.7	27.6	24.7	22.8
ROA (%)	24.6	17.6	15.3	14.3	14.7

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Product Category (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Drugs	893	1,036	1,191	1,394	1,561
Herbal products	175	139	160	184	208
Supplements and cosmetics	874	721	836	1,003	1,128
Other healthcare products	75	77	81	73	75

Sources: T.MAN Pharmaceutical; FSSIA estimates

Financial Statements

T.MAN Pharmaceutical

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	513	386	466	507	554
Depreciation	75	98	112	128	133
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	156	97	54	(0)	5
Change in working capital	(220)	(299)	(461)	(186)	(76)
Cash flow from operations	**524**	**282**	**171**	**450**	**616**
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(235)	(220)	(285)	(303)	(115)
Net acquisitions & disposals	37	2	-	-	-
Other investments (net)	20	1	-	-	-
Cash flow from investing	**(177)**	**(216)**	**(285)**	**(303)**	**(115)**
Dividends paid	0	(12)	(1,336)	(152)	(166)
Equity finance	0	59	1,204	0	0
Debt finance	(48)	(54)	713	(500)	(350)
Other financing cash flows	(13)	(18)	19	(7)	(6)
Cash flow from financing	**(61)**	**(25)**	**954**	**(309)**	**(522)**
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Movement in cash	**285**	**41**	**840**	**(163)**	**(21)**
Free cash flow to firm (FCFF)	363	81	(99)	187	533
Free cash flow to equity (FCFE)	285	(6)	972	(10)	145
Per share (THB)					
FCFF per share	0.91	0.20	(0.25)	0.47	1.33
FCFE per share	0.66	(0.02)	2.43	(0.03)	0.36
Recurring cash flow per share	2.98	1.77	1.58	1.59	1.73

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	1,534	1,739	2,019	2,319	2,429
Less: Accumulated depreciation	(603)	(691)	(803)	(931)	(1,065)
Tangible fixed assets (net)	**930**	**1,048**	**1,216**	**1,388**	**1,364**
Intangible fixed assets (net)	**13**	**26**	**23**	**25**	**26**
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	307	348	1,188	1,025	1,004
A/C receivable	529	617	609	763	798
Inventories	358	482	501	532	565
Other current assets	32	5	7	13	18
Current assets	**1,226**	**1,451**	**2,305**	**2,335**	**2,385**
Other assets	109	102	87	91	94
Total assets	**2,278**	**2,627**	**3,631**	**3,838**	**3,869**
Common equity	1,042	1,519	1,857	2,187	2,512
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	**1,042**	**1,519**	**1,857**	**2,213**	**2,601**
Long term debt	33	0	0	0	0
Other long-term liabilities	103	85	103	99	94
Long-term liabilities	**137**	**85**	**103**	**99**	**94**
A/C payable	333	332	357	360	355
Short term debt	557	537	1,250	750	400
Other current liabilities	209	154	64	74	83
Current liabilities	**1,099**	**1,022**	**1,671**	**1,525**	**1,174**
Total liabilities and shareholders' equity	**2,278**	**2,627**	**3,631**	**3,838**	**3,869**
Net working capital	377	617	696	534	607
Invested capital	1,411	1,776	2,072	2,037	2,091
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	4.17	4.62	4.64	5.53	6.50
Tangible book value per share	3.96	4.43	4.59	5.47	6.44
Financial strength					
Net debt/equity (%)	27.1	12.4	3.3	(12.4)	(23.2)
Net debt/total assets (%)	12.4	7.2	1.7	(7.2)	(15.6)
Current ratio (x)	1.1	1.4	1.4	1.5	1.9
CF Interest cover (x)	27.1	15.1	18.9	8.3	9.3

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	**7.9**	**13.9**	**14.0**	**13.1**	**12.2**
Recurring P/E @ target price (x) *	**12.4**	**21.7**	**21.9**	**20.9**	**18.4**
Reported P/E (x)	8.6	12.4	14.0	13.1	12.2
Dividend yield (%)	-	-	20.5	2.3	2.5
Price/book (x)	3.9	3.5	3.5	3.0	2.6
Price/tangible book (x)	4.1	3.7	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA (x) **	6.0	9.6	9.9	8.9	8.1
EV/EBITDA @ target price (x) **	9.2	14.8	15.4	13.1	11.6
EV/invested capital (x)	3.1	3.1	3.2	2.7	2.5

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

Sources: T.MAN Pharmaceutical; 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%). (*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.)*	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. *(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.)*	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. *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.*	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. NEGL: 0-10 / Low: 10-20 / Medium: 20-30 / High: 30-40 / Severe: 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.	
	AAA 8.571-10.000 / **AA** 7.143-8.570 — **Leader:** leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	
	A 5.714-7.142 / **BBB** 4.286-5.713 / **BB** 2.857-4.285 — **Average:** a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	
	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. *(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)*	
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

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

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

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however 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 (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.