

BUY

บมจ. อินเทอร์เน็ต ฟาร์มา

Previous	--
2021 Target Price (Bt)	18.00
Price (30/12/2020)	13.10
up/downside (%)	+37.4
SET Index	1,449.35
Sector	MAI/Consump
Foreign limit/actual (%)	49.00/5.90
Free float (%)	42.66
Market cap (Bt m)	2,698.60
Avg daily T/O (Bt m) (2020 YTD)	26.18
hi, lo, avg (Bt) (2020 YTD)	14.50, 3.68, 10.43
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

รุกต้นน้ำ ครบวงจร ด้วยความเสี่ยงต่ำ

เราเริ่มต้นการวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำซื้อ เทรนด์รักสุขภาพเป็นหนึ่งใน **Mega Trend** ที่เป็นประโยชน์ต่อ IP ซึ่งมีผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับคนและสัตว์เลี้ยง เน้นผลิตภัณฑ์โภชนาบำบัดเพื่อสร้างความแตกต่าง มีแบรนด์เป็นของตัวเอง มีฐานตลาดหลักคือโรงพยาบาลและคลินิก ก่อนจะรุกตลาด **Modern Trade** และ **Online** รวมถึงขยายตรงสู่ผู้บริโภค ซึ่งดีต่ออัตรากำไรขั้นต้น การซื้อกิจการ **MP** ที่มีโรงงานผลิตยาและมีใบทะเบียนตำรับยา ทำให้ IP ขยายสู่ธุรกิจต้นน้ำและครบวงจรมากขึ้น ช่วยลดต้นทุนการวิจัยและพัฒนาและเกิด **Synergy** ร่วมกัน เราคาดกำไรปี 2020 +61.7% Y-Y และยกฐานเป็นกว่าร้อยละห้าบาทตั้งแต่ปี 2021 โดยคาดกำไรปี 2021-2022 โตสูงเฉลี่ย 38.3% CAGR ประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 18 บาท (อิง DCF, WACC 9.0%)

รุกธุรกิจต้นน้ำ ต่อจิ๊กซอว์ธุรกิจให้ครบวงจร

การซื้อกิจการ บจ. โมเดิร์น ฟาร์มา (MP) ซึ่งมีโรงงานผลิตยี่ห้อ สมุทรปราการ ทำให้ IP ขยายการลงทุนไปสู่ธุรกิจต้นน้ำ ไม่ต้องเสียเวลาในการก่อสร้างโรงงาน ดำเนินการขอทะเบียนยา (โดยทั่วไปใช้เวลาถึง 2 ปี) ซึ่งเป็นหนึ่งในหัวใจของการทำธุรกิจ ทำให้ธุรกิจ IP ครบวงจรจากเดิมที่เป็นผู้พัฒนาและคิดค้นสูตร และว่าจ้างบุคคลภายนอกผลิตให้ ในอนาคต IP จะค่อยๆย้ายฐานการผลิตเข้ามาในโรงงานนี้ ช่วยลดต้นทุนการจ้างผลิต ลดค่าโลจิสติกส์ เพิ่มการใช้กำลังผลิตของโรงงาน MP ทำให้เกิด Economy of scale และนอกจากนี้ยังจะยกฐานรายได้ทันทีเพราะ MP มีรายได้ปีละ 200 ล้านบาท ตีล้นยิ่งเสี่ยงต่ำเพราะมีการประกันรายได้ไม่ต่ำกว่า 200 ล้านบาทในปี 2021

เพิ่มช่องทางขายปลีก รุกตลาดส่งออก เพิ่มอัตรากำไร

IP เติบโตมาจากช่องทางการจำหน่ายหลักคือโรงพยาบาล คลินิก โรงพยาบาลและคลินิกสัตว์ และร้าน Pet shop สัดส่วนรวมกัน 70-80% ช่องทางดังกล่าวลดลงเป็น 67% ในปี 2019 จากการรุกขายผ่านร้าน Modern Trade ซึ่งสัดส่วนเพิ่มจาก 3% ในปี 2017 เป็น 10% ในปี 2019 และรุกช่องทาง Online มากขึ้นในปี 2020 โดยเฉพาะ COVID-19 ทำให้เกิดกระแสรักสุขภาพ และการ Lockdown ทำให้การขาย Online และขายตรงสู่ผู้บริโภคเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ส่งผลดีโดยตรงต่ออัตรากำไรขั้นต้นซึ่งเพิ่มเป็น 61.1% ในงวด 9M20 สูงกว่าในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาที่ 55-60%

คาดการณ์กำไรปี 2020-2022 เติบโตสูงเฉลี่ย 38.4% CAGR

กำไรงวด 9M20 ที่ 49.3 ล้านบาทสูงกว่าปี 2019 ทั้งปีจากความสำเร็จในผลิตภัณฑ์สุขภาพและนวัตกรรมความงาม และผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับสัตว์เลี้ยงที่เน้นการเป็นโภชนาบำบัด การมีแบรนด์เป็นของตนเอง การรุกตลาด Online ประกอบกับเทรนด์รักสุขภาพที่ทำให้ตลาดยังขยายตัวได้อีกมาก เราคาดกำไรปี 2020 +61.7% Y-Y เป็น 70.3 ล้านบาท และคาดกำไรยกฐานขึ้นเป็น 103.9 ล้านบาทในปี 2021 +47.8% Y-Y และเพิ่มเป็น 134.5 ล้านบาทปี 2022 +29.4% Y-Y เติบโตเฉลี่ย 38.4% CAGR และ Net margin 15-16% สูงกว่าในอดีต

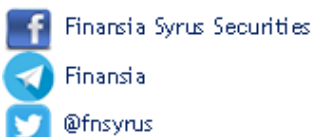
ประเมินราคาเป้าหมาย 18.00 บาท แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเป้าหมาย 18.00 บาทอิง DCF, WACC 9.0% คิดเป็น 2021 Implied PE 35.6 เท่า บนคาดการณ์ 2021 EPS ที่ 0.50 บาท และ Implied PBV 5.3 เท่า แม้จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยของ DDD และ MEGA แต่การเติบโตของรายได้และกำไร Gross และ Net margins และ ROE ของ IP สูงกว่า เมื่อเทียบกับบริษัทในต่างประเทศ กำไรของ IP เติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ย แซดเซย์ Net margin ที่ต่ำกว่าเล็กน้อยได้

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	371	420	715	849
Normalized profit	43	70	104	135
Net profit	43	70	104	135
EPS (Bt) - norm	0.28	0.34	0.50	0.65
EPS (Bt)- reported	0.28	0.34	0.50	0.65
% growth y-y	3.7	21.9	47.8	29.6
Dividend/share (Bt)	0.19	0.20	0.30	0.39
BV/share (Bt)	2.21	2.33	2.48	2.72
EV/EBITDA (x)	37.1	26.2	17.2	13.4
PER (x) - norm	46.8	38.4	26.0	20.0
PER (x)	46.8	38.4	26.0	20.0
PBV (x)	5.9	5.6	5.3	4.8
Dividend yield (%)	1.4	1.6	2.3	3.0
Norm ROE (%)	9.5	14.7	20.4	24.1
YE No. of shares (million)	155	206	206	206
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

Analyst: Jitra Amorntum
 Register No.: 014530
 Tel.: +662 646 9966
 email: jitra.a@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



Company Overview

IP ดำเนินธุรกิจพัฒนา คิดค้น และจำหน่ายผลิตภัณฑ์สุขภาพและนวัตกรรมความงามสำหรับคน และผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับสัตว์เลี้ยง และปศุสัตว์ โดยเป็นผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่อาหารเสริมหรือยา แต่ช่วยดูแลสุขภาพให้แข็งแรง ที่เรียกว่าโภชนาบำบัด (Nutraceuticals) ซึ่งได้รับการยอมรับในการนำไปใช้ในโรงพยาบาลเพื่อการป้องกันและรักษาโรคต่างๆ ได้

ผลิตภัณฑ์สำหรับคนที่อยู่ภายใต้แบรนด์ของบริษัทเอง เช่น Prabac 7, Probac 10 Plus, InuFOS, Pure Krill Oil, Astacurmin, Multivitamin และ YUUU เป็นต้น และผลิตภัณฑ์ที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่าย เช่น TS6-Synbiotic, Perfectha, NABOTA ส่วนผลิตภัณฑ์เสริมอาหารสำหรับสัตว์เลี้ยง (สุนัขและแมว) ภายใต้แบรนด์ของบริษัทย่อย เช่น MARIA และสินค้าที่เป็นตัวแทนจำหน่าย แชมพู MALASEB, Dermacare PYOHEX, Dr. Choice, Pet Select, Petinol เป็นต้น

บริษัทเป็นผู้พัฒนาคิดค้นสูตรขึ้นมาเองและว่าจ้างบุคคลภายนอกผลิตให้ ในช่วงปลายปี 2020 IP ได้ขยายการลงทุนไปสู่ธุรกิจต้นน้ำคือการผลิต โดยการซื้อกิจการของบริษัท โมเดิร์น ฟาร์มา จำกัด (MP) เพื่อการผลิตเพิ่มยอดขาย ลดต้นทุน และเพิ่มสินค้าใหม่ๆ เข้าสู่ตลาด

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 18.0 บาทอิง DCF, WACC 9.0%, G 3.5% ณ ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น 2021 Implied PE 35.6 เท่า และ 2021 Implied PBV 5.3 เท่า แม้ว่า Implied PE และ PBV จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มในตลาดหุ้นไทยซึ่งเราพบว่ามีการคาดการณ์ 2 บริษัทคือ DDD และ MEGA แต่ทั้งอัตราการเติบโตของรายได้และกำไร Gross และ Net margins และ ROE สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ DDD และ MEGA

และเมื่อเทียบกับบริษัทที่คล้ายคลึงกันในต่างประเทศ การเติบโตของกำไรของ IP สูงกว่าค่าเฉลี่ย ส่วน Net margin และ ROE แม้จะน้อยกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทในต่างประเทศแต่ไม่ถึงกับแตกต่างกันมากนัก

ESG

Environment

- IP มุ่งพัฒนาสินค้าที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมถึงถ่ายทอดความรู้ด้านสิ่งแวดล้อมและการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างต่อเนื่อง
- ผลิตภัณฑ์ของ IP ผลิตจากโรงงานที่ได้มาตรฐานและเป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้รับการขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทุกผลิตภัณฑ์ สำหรับผลิตภัณฑ์ที่สั่งซื้อหรือสั่งผลิตจากต่างประเทศ จะขออนุญาตหรือขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเช่น อย. หรือกรมปศุสัตว์

Social

- IP มุ่งพัฒนาสินค้าที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมถึงถ่ายทอดความรู้ด้านสิ่งแวดล้อมและการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างต่อเนื่อง
- ผลิตภัณฑ์ของ IP ผลิตจากโรงงานที่ได้มาตรฐานและเป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้รับการขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทุกผลิตภัณฑ์ สำหรับผลิตภัณฑ์ที่สั่งซื้อหรือสั่งผลิตจากต่างประเทศ จะขออนุญาตหรือขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเช่น อย. หรือกรมปศุสัตว์

Government

- โครงสร้างกรรมการบริษัทมี 7 คน มีกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 3 คน และกรรมการอิสระ 4 คน สัดส่วนของกรรมการอิสระมีมากกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมดเพื่อให้เกิดการถ่วงดุลในการออกเสียงในการพิจารณาเรื่องต่างๆ และสอนทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- IP จัดทำนโยบายต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Policy) เป็นลายลักษณ์อักษรเพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติที่ชัดเจนสำหรับพนักงานทุกระดับ และกำหนดให้มีการสอบทานการปฏิบัติอย่างสม่ำเสมอ
- บริษัทห้ามผู้บริหารและพนักงานเรียกร้องหรือรับผลประโยชน์ใดๆ ในรูปเงิน ของขวัญ หรือของมีค่าใดๆ รวมถึงบริการต่างๆ จากคู่ค้า ตัวแทนซื้อขาย หรือคู่แข่งของบริษัท
- IP ให้ความสำคัญในสิทธิพื้นฐานของผู้ถือหุ้น กำหนดให้มีการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นปีละครั้ง ในกรณีเร่งด่วนที่กระทบกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น จะเรียกประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นเป็นกรณีไป และเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิอย่างเท่าเทียมกันในการแสดงความคิดเห็น ให้ข้อเสนอแนะ ก่อนการลงมติในวาระใดๆ

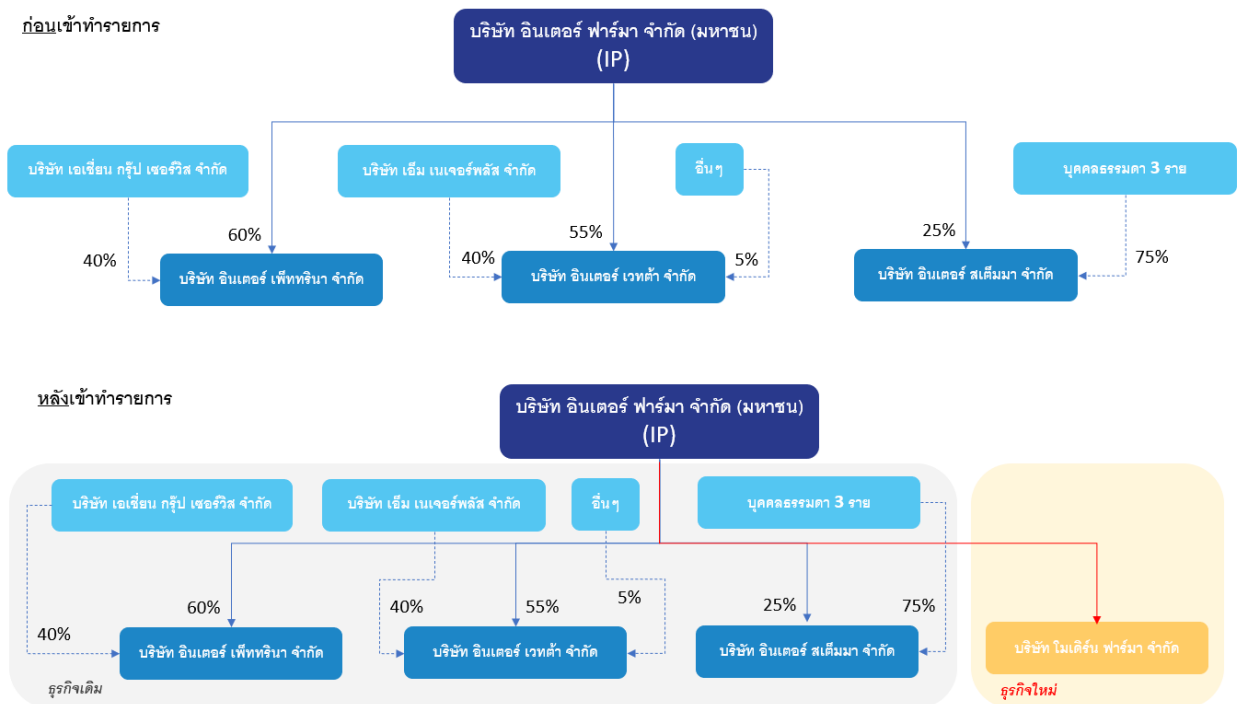
รัฐธุรกิจต้นน้ำ ต่อจิ๊กซอว์ธุรกิจให้ครบวงจร

การซื้อกิจการบริษัท โมเดิร์น ฟาร์มา จำกัด (MP) ซึ่งสัญญาซื้อขายกิจการเรียบร้อยแล้วตั้งแต่ 27 พ.ย. 2020 ทำให้ IP ขยายการลงทุนไปสู่ธุรกิจต้นน้ำ โดยไม่ต้องเสียเวลาในการก่อสร้างโรงงาน หาพนักงาน ดำเนินการขอทะเบียนยาซึ่งเป็นหนึ่งในหัวใจของการทำธุรกิจ และการซื้อกิจการยังมี Synergy ต่อกัน เนื่องจาก MP เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายยาและเวชภัณฑ์หลายประเภท มีโรงงานผลิตยาเอง ตั้งอยู่ที่จ.สมุทรปราการ กลุ่มลูกค้าของ MP คือโรงพยาบาลรัฐโดยเน้นพื้นที่ต่างจังหวัด และร้านขายยาทั่วไป

ข้อดีคือ MP ได้รับใบอนุญาตต่างๆ ครบถ้วนตามมาตรฐานของสำนักงานคณะกรรมการอาหารและยา (อย.) ทั้งการผลิตยาและอาหารเสริม มีตำรับยาที่ขึ้นทะเบียนแล้วและอยู่ระหว่างการขึ้นทะเบียนอีกจำนวนมาก ทำให้ IP ไม่ต้องเสียเวลาในการดำเนินการขึ้นทะเบียน ซึ่งโดยทั่วไปใช้เวลาอนุมัติถึงประมาณ 2 ปี สามารถต่อยอดการผลิตสินค้าโภชนาบำบัดที่ปัจจุบันบริษัทต้องว่าจ้างบุคคลภายนอกหรือโรงงานในต่างประเทศให้ผลิตตามสูตรของบริษัท

ในอนาคต IP จะค่อยๆย้ายฐานการผลิตจากต่างประเทศเข้ามาในโรงงานแห่งนี้ ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนทั้งจากการจ้างบุคคลภายนอกผลิตให้ และเพิ่มอัตรากำไรใช้กำลังการผลิตของโรงงานของ MP ทำให้เกิด Economy of scale รวมถึงสร้างยอดขายเพิ่มขึ้นเพราะสามารถใช้ห้องแล็บพัฒนาต่อยอดการวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ทำให้มีผลิตภัณฑ์ทั้งสำหรับคนและสัตว์หลากหลายขึ้น และใช้ทีมงานขายร่วมกันได้อย่างมีประสิทธิภาพ

โครงสร้างการถือหุ้นของ IP ก่อนและหลังจากซื้อกิจการ MP

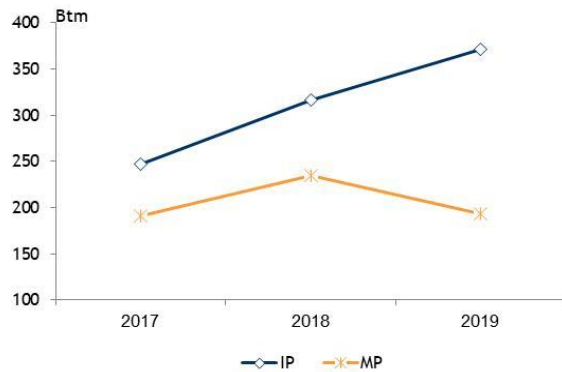


ที่มา: รายงานความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการได้มาซึ่งทรัพย์สินของ IP

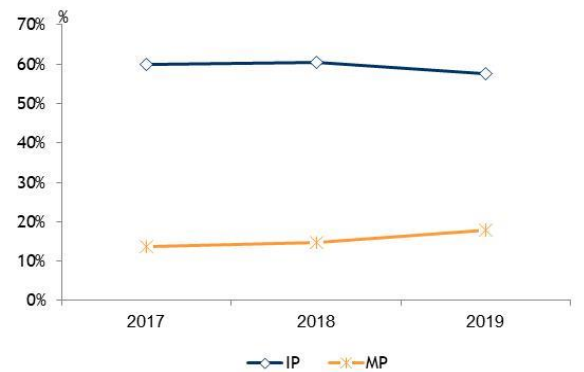
รายได้และกำไรฐานทุนที่ในปี 2021 ด้วยความเสี่ยงที่ถูกจำกัด

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2017-2019) รายได้ของ MP แทบไม่เติบโตโดยอยู่ในช่วง 190-230 ล้านบาทต่อปี +0.5% CAGR มีอัตรากำไรขั้นต้น 14-18% ต่ำกว่าของ IP มากเพราะเป็นโรงงานผลิตจึงมีต้นทุนค่าเสื่อมราคาและต้นทุนการผลิตสูงกว่า มีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร 12-14% ของยอดขาย ทำให้ทำกำไรได้ไม่ดึ้นัก โดยในปี 2017 มีผลขาดทุนสุทธิ 1.4 ล้านบาท ก่อนจะพลิกเป็นกำไร 4.3 ล้านบาทในปี 2018 และกำไรเพิ่มขึ้นเป็น 9.3 ล้านบาทในปี 2019 จากการควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการขายได้ดีขึ้น คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิ 0.8%, 1.8%, 4.8% ในปี 2017-2019 ตามลำดับ เมื่อเทียบกับรายได้ของ IP ในช่วงเวลาเดียวกันที่เติบโตเฉลี่ย 22.5% CAGR จาก 247.3 ล้านบาทในปี 2017 เป็น 371.3 ล้านบาทในปี 2019 การรวม MP เข้ามาเท่ากับว่ารายได้ของ IP จะเพิ่มขึ้นอีกปีละประมาณ 200 ล้านบาทโดยยังไม่ได้คำนึงถึง Synergy ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นของ IP เดิมนั้นสูงกว่า MP มากโดยอยู่ที่ระดับ 60% หลังจากรวม MP เข้ามา อัตรากำไรขั้นต้นย่อมลดลงจากเดิม โดยคาดว่าจะอยู่ในกรอบ 43-44% แต่จากการใช้ประโยชน์ร่วมกันของทีมงานขายและการบริหาร ทำให้อัตรากำไรสุทธิหลังรวม MP ดีขึ้นเป็น 14-16% โดยคาดว่าจะกำไรสุทธิของ IP จะยกฐานจากประมาณ 70 ล้านบาทในปี 2020 เป็นกว่า 100 ล้านบาทตั้งแต่ปี 2021 เป็นต้นไป

เปรียบเทียบรายได้ของ IP และ MP ปี 2017-2019

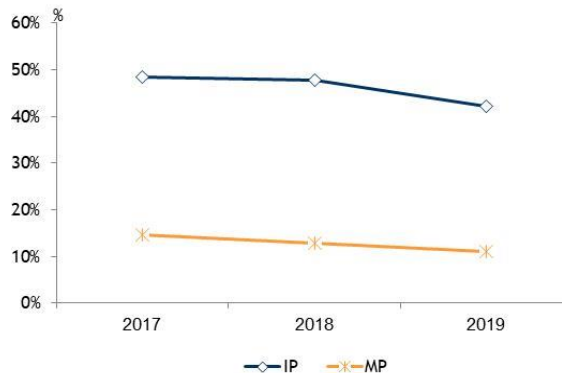


อัตรากำไรขั้นต้น

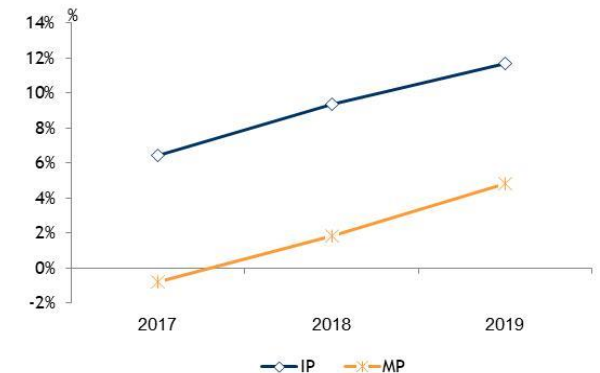


ที่มา: ข้อมูลจาก IP

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย



อัตรากำไรสุทธิ



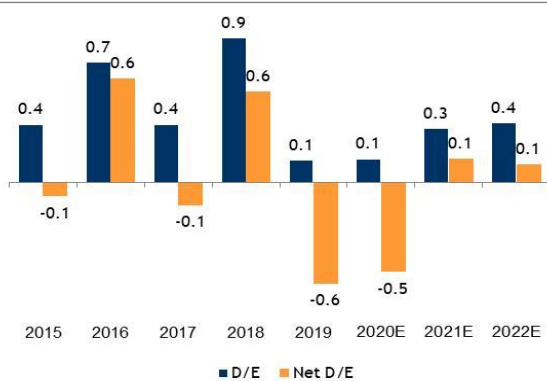
ที่มา: ข้อมูลจากรายงานที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกรณีการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของ IP

ทั้งนี้ เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงของการซื้อกิจการ IP ได้เจรจาต่อรองให้มีการประกันรายได้เป็นเวลา 2 ปีคือรอบปีบัญชี 2020-2021 ให้ไม่ต่ำกว่า 200.0 ล้านบาทต่อปี ในกรณีที่ยอดขายของ MP ไม่ถึง 100 ล้านบาท ผู้ขายจะชดเชยให้ IP เป็นเงินจำนวน 20 ล้านบาท แต่หากยอดขายสูงกว่า 100 ล้านบาทแต่ต่ำกว่า 200 ล้านบาท ผู้ขายจะชดเชยให้ 10% ของส่วนต่างของยอดขายที่ยังไม่ครบ 200 ล้านบาท

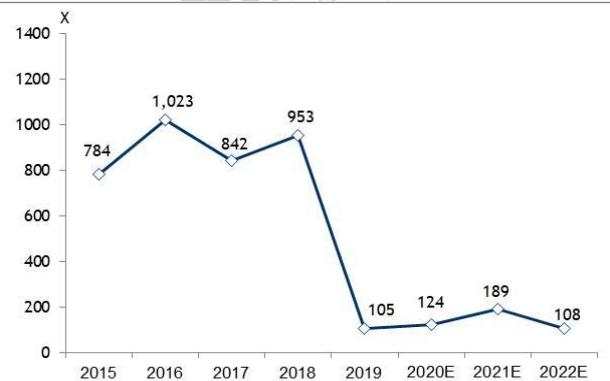
ในการซื้อกิจการของ MP 100.0% จากผู้ถือหุ้นเดิมคือนายทองเปลว ศิริพรพิทักษ์ IP ใช้เงินลงทุน 315.0 ล้านบาท สินทรัพย์ที่ IP ได้รับคือที่ดินพร้อมโรงงานผลิตยา เครื่องจักรและอุปกรณ์ ใบอนุญาตประกอบกิจการโรงงานทะเบียนตำรับยา 100 ตำรับ (ตำรับยาสำหรับคน 54 ตำรับและตำรับยาสำหรับสัตว์ 46 ตำรับ รวมถึงทะเบียนยาต่างประเทศที่ขึ้นทะเบียนแล้วและอยู่ระหว่างการขึ้นทะเบียนรวม 32 รายการ และทะเบียนตำรับยาพิเศษ 12 ตำรับที่ผู้ขายโอนให้ MP โดยไม่รับภาระหนี้สินใดๆ นอกจากนี้ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจ เช่นเจ้าหนี้การค้า ภาษีค้างจ่าย เป็นต้น และหนี้ค่าซื้อที่ดินและอาคารโรงงาน รวมถึงหนี้ของบริษัทที่เกี่ยวข้อง ซึ่งรวมแล้วไม่เกิน 270.0 ล้านบาท ต่ำกว่ามูลค่าสินทรัพย์ที่ IP ได้รับ ถือเป็นเงื่อนไขที่มีความเสี่ยงจำกัดมาก

แหล่งเงินลงทุนมาจากเงินทุนหมุนเวียนภายในบริษัทและเงินคงเหลือจาก IPO โดย ณ สิ้นงวด 3Q20 IP มีเงินสด 319.4 ล้านบาท มีหนี้สินเพียง 82.5 ล้านบาท หรือ D/E ต่ำเพียง 0.18 เท่า หนี้ส่วนใหญ่เป็นเจ้าหนี้การค้า และเงินกู้ระยะสั้นจากบุคคล/บริษัทที่เกี่ยวข้องอีกเล็กน้อย แนนอนว่าทำให้ความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Interest coverage ratio) สูงมากเพราะแทบไม่มีดอกเบี้ยจ่าย หลังจากการซื้อกิจการ MP ความสามารถในการชำระดอกเบี้ยแม้จะลดลงจาก 800-1,000 เท่าในอดีตแต่ยังคงสูงมากเป็นหลักร้อยเท่า

D/E และ Net D/E ของ MP



ความสามารถในการชำระดอกเบี้ย



ที่มา: IP, Finansia Research

จุดแข็งของ IP คือมีแบรนด์เป็นของตัวเอง

IP พัฒนา คิดค้น และจำหน่ายผลิตภัณฑ์สุขภาพและนวัตกรรมความงามสำหรับคน และผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับสัตว์เลี้ยงและปศุสัตว์ อยู่บนวิสัยทัศน์ของผู้บริหารที่ต้องการนำเสนอสุขภาพที่ดีให้กับสิ่งมีชีวิตบนโลก ผลิตภัณฑ์ของ IP แบ่งได้เป็น 4 กลุ่ม คือ

1. ผลิตภัณฑ์รักษาสุขภาพให้แข็งแรงและชะลอวัย (Wellness and Anti-Aging) บริษัทสร้างความแตกต่างโดยผลิตภัณฑ์ประเภทนี้ไม่ใช่ยาและอาหารเสริม แต่เป็นโภชนเภสัช (Nutraceuticals) ผลิตจากสารอาหารที่มีประสิทธิภาพในการรักษาและป้องกันโรค เน้นสร้างสมดุลให้ร่างกาย ปราศจากผลข้างเคียง ผลิตภัณฑ์ในกลุ่มนี้อยู่ภายใต้ตราสินค้าของบริษัท ได้แก่ Probac 7, Probac 10 Plus, InuFOS, Beta Glucan Plus, Pure Krill Oil, PreMI, PreCOG, PreBS, PreBO, Astacurmin และ Multivitamin นอกจากนี้ มีผลิตภัณฑ์ที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่ายให้เจ้าของสินค้ารายอื่น เช่น TS6-Synbiotic

ตัวอย่างสินค้าที่อยู่ภายใต้แบรนด์ของบริษัท

Total Synbiotics	Immune Booster	New Generation Omega 3	Holistic Nutrients for Vital Organ	High Efficacy Antioxidant	Family Vitamins
<p>PROBAC⁷ Lactic Acid Bacteria Combination</p> <p>PROBAC¹⁰ PLUS 10 Probiotic + 2 Prebiotic + Fibre</p> <p>TS6 Synbiotic 6 Probiotic Strains + Prebiotic</p> <p>INUFOS Inulin-Fructo-oligosaccharide</p>	<p>BETA GLUCAN Microcapsule Beta 1,3/1,6 Glucan</p>	<p>PURE KRILL OIL Omega 3 Phospholipid + Natural Astaxanthin</p>	<p>PREMI The Holistic Nutrient for Lipid Management</p> <p>PRECOG The Holistic Nutrient for Cognitive Function</p> <p>PREBS The Holistic Nutrient for Blood Sugar Management</p> <p>PREBO Impaired Research & Developed in Japan</p>	<p>ASTA GURMIN Synergy of 2 Powerful Antioxidants</p>	<p>MULTIVITAMIN</p>

ที่มา: IP Presentation

2. ผลิตภัณฑ์นวัตกรรมความงาม (Aesthetic Innovation) เป็นผลิตภัณฑ์ที่ช่วยลดเลือนริ้วรอย ปรับรูปหน้าให้คมชัด ดูแลความสะอาด เป็นต้น ผลิตภัณฑ์ที่อยู่ภายใต้แบรนด์ของบริษัทคือ YUUU และผลิตภัณฑ์ที่เป็นตัวแทนจำหน่าย ได้แก่ Perfectha และ TS6-Lady health

ตัวอย่างสินค้าที่อยู่ภายใต้แบรนด์ของบริษัทและเป็นตัวแทนจำหน่าย

Toothpaste	Probiotic Cosmetic for Facial Care	Intimate Care	Hyaluronic Care
YUUU	YUUU	TS6	Perfectha



ที่มา: IP Presentation

3. ผลิตภัณฑ์ดูแลและส่งเสริมสุขภาพของสัตว์เลี้ยง (Companion Animal) เป็นโภชนเภสัชสำหรับสัตว์เลี้ยง ดูแลสุขภาพสำหรับสุนัขและแมว เช่นช่วยลดภาวะขาดแคลเซียม ลดอาการอักเสบ ข้อเสื่อม ลดการหลุดร่วงของเส้นขน ดูแลสุขภาพผิวหนังและขนให้นุ่มสวย บำรุงระบบประสาท เป็นต้น ผลิตภัณฑ์ที่อยู่ภายใต้แบรนด์ของบริษัทและบริษัทย่อยได้แก่ Katinum, MARIA (อาหารสัตว์เลี้ยงที่ผลิตจากเนื้อไก่และเนื้อปลาจริง), Raku Pad (แผ่นรองขับ) ส่วนผลิตภัณฑ์ที่เป็นตัวแทนจำหน่ายได้แก่ Dr.Choice, Pet Select, Petinol, MALASEB, PYOHEX, Aloveen เป็นต้น

ตัวอย่างสินค้าที่อยู่ภายใต้แบรนด์ของบริษัทและเป็นตัวแทนจำหน่าย



ที่มา: IP Presentation

4. ผลิตภัณฑ์สำหรับปศุสัตว์ (Livestock) ได้แก่ แร่ธาตุและเอนไซม์ต่างๆที่ใช้ผสมในอาหารสัตว์เพื่อการบริโภค โดยลดการใช้ยาปฏิชีวนะ ภายใต้แนวคิด Food safety ผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่อยู่ภายใต้แบรนด์ของบริษัทย่อย ได้แก่ MaxiGut Power, MaxiMune Solution, MaxiDigest Solution, MaxiLyte Tab และ MaxiGut Paste Tube และผลิตภัณฑ์ที่ซื้อมาจำหน่ายต่อให้ลูกค้า ได้แก่ MFeed, PRORELEASE เป็นต้น

ตัวอย่างสินค้าที่อยู่ภายใต้แบรนด์ของบริษัทและเป็นตัวแทนจำหน่าย



ที่มา: IP Presentation

โครงสร้างรายได้ของกลุ่มบริษัทหากแบ่งกลุ่มผลิตภัณฑ์เป็น 2 กลุ่มคือผลิตภัณฑ์สำหรับคนและสำหรับสัตว์ พบว่ารายได้หลักในช่วง 4 ปีที่ผ่านมาราว 70% มาจากผลิตภัณฑ์ดูแลสุขภาพและความงามสำหรับคน และ 30% มาจากผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับสัตว์ รายได้จากผลิตภัณฑ์สำหรับคนขยายตัวเฉลี่ย 54.3% CAGR จาก 62.6 ล้านบาทในปี 2016 เป็น 229.9 ล้านบาทในปี 2019 สำหรับการเติบโตของรายได้ในปี 2019 ที่ลดลงเหลือเพียง +2.4% Y-Y เพราะบริษัทยกเลิกการเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าชื่อ NABOTA จากเกาหลีในช่วงปลายปี ส่วนรายได้จากผลิตภัณฑ์สำหรับสัตว์เติบโตเฉลี่ย 31.6% CAGR จาก 62.0 ล้านบาทในปี 2016 เป็น 141.5 ล้านบาทในปี 2019

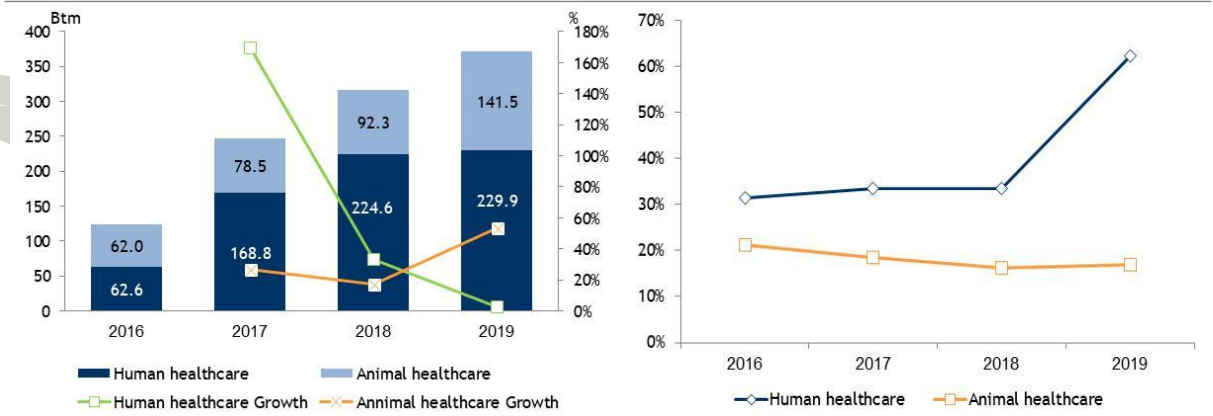
หากแบ่งรายได้ตามตราสินค้า IP มีรายได้จากการขายสินค้าแบรนด์ของตัวเองเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 29.6% ในปี 2017 เป็น 35.4% ในปี 2018 และเป็น 39.5% ในปี 2019 ซึ่งมีผลต่อพัฒนาการของอัตรากำไรขั้นต้น ส่วนรายได้จากการขายสินค้าของเจ้าของสินค้ารายอื่นหรือเป็นตัวแทนจำหน่ายมีสัดส่วน 70.4%, 64.6% และ 60.5% ในปี 2017-2019 ตามลำดับ

ผลิตภัณฑ์ของ IP มีหลากหลาย ในอดีตมี Product champion ประมาณ 5 รายการที่สร้างยอดขายได้ราว 70-75% ของยอดขายรวม แต่ในปัจจุบันสัดส่วนสินค้าดังกล่าวลดลงเหลือประมาณกว่า 50% ยังคงเป็นสินค้าที่ได้รับความนิยมสูง แต่ถือว่ามีภาระกระจายการพึ่งพาสินค้าได้ดีขึ้น มีสินค้าอื่นที่ได้รับความนิยมและเป็นที่ต้องการของลูกค้าเพิ่มขึ้น

อัตรากำไรขั้นต้นรวมทุกผลิตภัณฑ์ของบริษัทในช่วงปี 2016-2019 อยู่ที่ 55-60% โดยผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับคนมีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 31-33% ในช่วงแรกก่อนจะปรับสูงขึ้นเป็น 62.3% ในปี 2019 จากการยกเลิกการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ที่เป็นตัวแทนจำหน่าย และมีสัดส่วนของผลิตภัณฑ์แบรนด์ของตัวเองเพิ่มขึ้น รวมถึงการขายช่องทาง Online มากขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นของผลิตภัณฑ์สำหรับคนสูงกว่าผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับสัตว์เลี้ยงที่อยู่ระดับ 17-18%

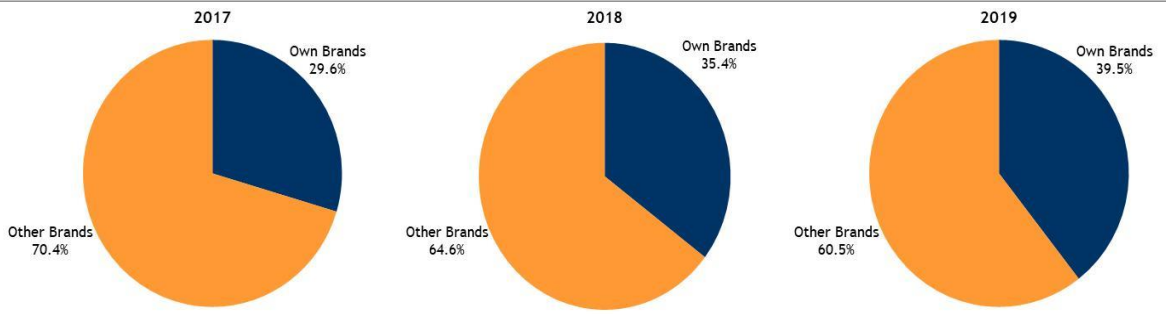
โครงสร้างรายได้ตามประเภทผลิตภัณฑ์ปี 2016-2019

อัตรากำไรขั้นต้นแยกตามประเภทรายได้



ที่มา: IP

การเพิ่มสัดส่วนรายได้ตามแบรนด์ของตัวเองเป็นการเพิ่มอัตรากำไร



ที่มา: IP, Finansia Research

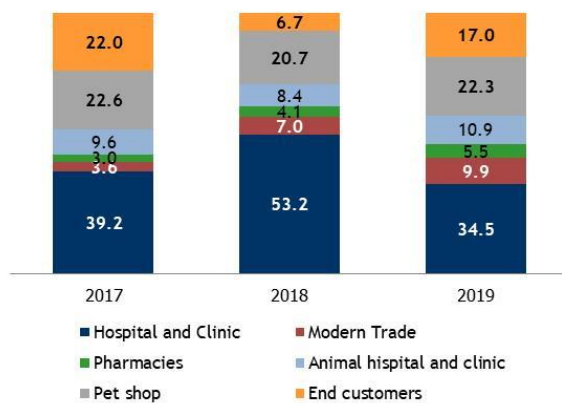
เพิ่มช่องทางขายปลีก รุกตลาดส่งออก เพิ่มอัตรากำไร

ก่อนการซื้อโรงงานผลิตยาของ MP บริษัทไม่มีโรงงานผลิตแต่จะจ้างผู้ผลิตทั้งในและต่างประเทศที่มีมาตรฐานให้ผลิตตามสูตรที่บริษัทได้คิดค้นและพัฒนา ในช่วงปี 2017-2018 ช่องทางการจำหน่ายของ IP หลักได้แก่คือโรงพยาบาล คลินิก โรงพยาบาลและคลินิกสัตว์ และร้าน Pet shop มีสัดส่วนรวมกัน 70-80% แต่สัดส่วนช่องทางดังกล่าวลดลงเป็น 67% ในปี 2019 ขณะที่สัดส่วนการขายผ่านร้าน Modern Trade เพิ่มขึ้นจาก 3% ในปี 2017 เป็น 10% ในปี 2019 และในปี 2020 รุกขายผ่านช่องทาง Online ได้แก่ Facebook, Line@, Instagram และเว็บไซต์ รวมถึงมี Call center เพื่อจำหน่ายให้ผู้บริโภคโดยตรง และเป็นการสร้างความสัมพันธ์ที่ดีและ Brand loyalty กับลูกค้าในระยะยาว ทำให้ยอดขายที่ไปถึงผู้บริโภคโดยตรง (End customers) เพิ่มขึ้น 199.3% ในปี 2019 เป็นสัดส่วน 17.0% จาก 6.7% ในปี 2018

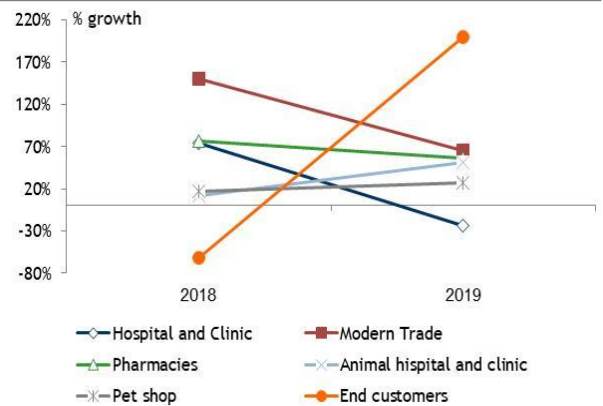
นอกจากนี้ IP มีแผนรุกตลาดต่างประเทศมากขึ้นโดยใช้สินค้าแบรนด์ของกลุ่มบริษัทเอง โดยวางแผนทำการตลาดทุกผลิตภัณฑ์ของบริษัทในประเทศ CLMV เกาหลีใต้ จีน และประเทศอื่นในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ รวมถึงหาพันธมิตรในการเปิดตลาดในสหรัฐและยุโรป

กลยุทธ์การขายช่องทางขายปลีกและออนไลน์มีมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในช่วงการ Lockdown เดือน มี.ค. - เม.ย. สร้างยอดขายทางออนไลน์ของบริษัทให้เพิ่มขึ้นอย่างมาก เป็นผลบวกต่ออัตรากำไรขั้นต้นใน 9M20 ที่ปรับขึ้นเป็น 61.1% จากที่อยู่ในระดับ 55-60% ในปี 2016-2019 ขณะเดียวกันแม้ว่าค่าใช้จ่ายในการขายและค่าสื่อโฆษณาส่งเสริมการขายจะเพิ่มขึ้นในตามยอดขาย แต่อัตรากำไรเพิ่มนับตั้งแต่ปี 2018 ลดลงอย่างเห็นได้ชัด ทำให้สัดส่วนต่อยอดขายลดลงต่อเนื่องเป็น 27.3% จากระดับสูงสุด 32.0% ในปี 2018

เริ่มจากรจำหน่ายในโรงพยาบาล รุก Retail มากขึ้น

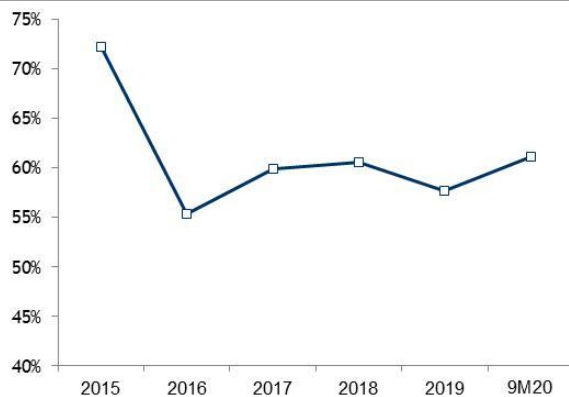


การเติบโตของช่องทางการจำหน่ายต่าง ๆ ปี 2018-2019

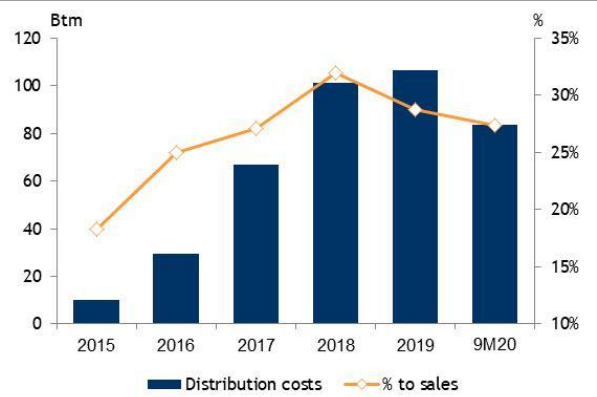


ที่มา: IP

อัตรากำไรขั้นต้นปี 2015-9M20



ค่าใช้จ่ายในการขายเป็น % ของยอดขาย



ที่มา: IP, Finansia Research

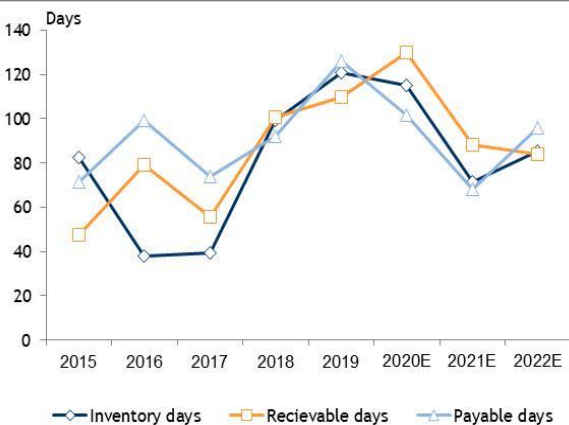
สภาพคล่องทางการเงินแข็งแกร่ง มีประสิทธิภาพในการบริหารสินค้าคงคลัง

IP ได้รับเงินเพิ่มทุนจาก IPO สุทธิ 304.5 ล้านบาท บริษัทนำไปชำระคืนเงินกู้ 9.0 ล้านบาทและใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน 26.0 ล้านบาท ส่วนที่เหลือ 270 ล้านบาทบวกกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน สามารถซื้อกิจการ MP โดยไม่จำเป็นต้องใช้เงินกู้ หากบริษัทใช้เงินกู้ เชื่อว่าจะกู้เป็นจำนวนไม่มาก เราคาดว่า D/E จะอยู่ในระดับต่ำเพียง 0.3-0.4 เท่าในอีก 2 ปีข้างหน้า และภาระดอกเบี้ยจ่ายจะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไปอีกหลายปี

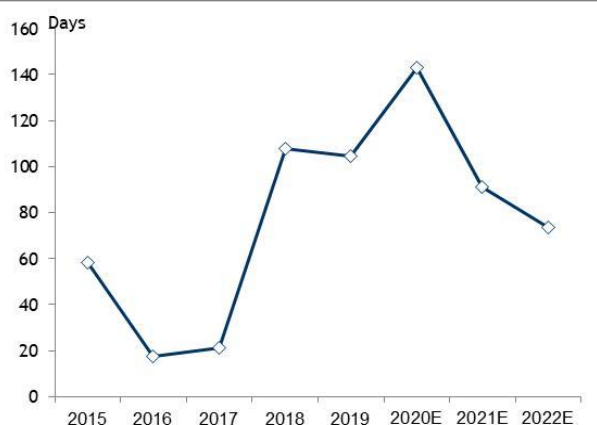
การบริหารสินค้าคงคลังเป็นหนึ่งในปัจจัยหลักที่มีผลต่อสภาพคล่องในการดำเนินงาน IP ได้ว่าจ้าง บจ.ซิลิค ฟาร์มา ในเดือน ก.ย. 2018 (สัญญาอายุ 5 ปี สิ้นสุด ส.ค. 2023 ต่อได้อัตโนมัติคราวละ 2 ปี) ให้เป็นผู้บริหารจัดการคลังสินค้า (สินค้าที่นำเข้ามาจากต่างประเทศจะถูกส่งมาเก็บไว้ที่คลังสินค้าของซิลิคฟาร์มา) และจัดส่งสินค้าให้แก่ลูกค้าของกลุ่มบริษัท IP ตามช่องทางการจัดจำหน่ายต่างๆ ครอบคลุมไปถึงการรับคืนหรือเปลี่ยนสินค้า การจ้างซิลิคฟาร์มาช่วยให้เกิดความคล่องตัว มีความรวดเร็วและมีประสิทธิภาพในการขนส่งให้ลูกค้า ช่วยลดต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับโลจิสติกส์ จากรูปด้านล่างจะเห็นว่ายอดขายที่เร่งตัวขึ้นในช่วงปี 2017-2018 ทำให้การหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ การหมุนเวียนของลูกหนี้และเจ้าหนี้เพิ่มขึ้น ส่งผลให้วงจรเงินสด (Cash cycle) ยาวขึ้นจากประมาณ 20 วันในช่วงปี 2016-2017 เป็นกว่า 100 วันในปี 2018 แต่จากการว่าจ้างผู้เชี่ยวชาญในการจัดการเรื่องโลจิสติกส์ และบริหารสินค้าคงคลัง ทำให้สภาพคล่องดีขึ้น วงจรเงินสดในปี 2019 ทรงตัวที่ 105 วัน เราคาดว่าจะลดลงต่ำกว่า 100 วันในปี 2021-2022

ทั้งนี้ บจ.ซิลิคฟาร์มา เป็นผู้ดำเนินการจัดจำหน่ายเวชภัณฑ์และผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพในไทยและในภูมิภาคเอเชีย ดำเนินธุรกิจมานาน 70 ปี มีเครือข่ายกว่า 10 ประเทศในภูมิภาคเอเชีย ให้บริการทั้งการขนส่งและกระจายสินค้า เช่น ยา อุปกรณ์ทางการแพทย์ วัสดุการทดลองทางคลินิก เป็นต้น ดูแลสต็อกสินค้า ระบบวางบิล เป็นต้น

อัตราส่วนสภาพคล่อง



วงจรเงินสด (Cash cycle)



ที่มา: Finansia Research

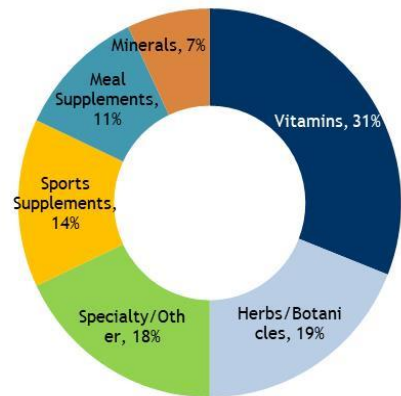
ตลาดอาหารเสริมเติบโตสวนกระแส

การแพร่ระบาดของ COVID-19 ทำให้เกิดเทรนด์รักสุขภาพ จากการสำรวจประชาชนในช่วง COVID-19 ของสวนดุสิตโพล มหาวิทยาลัยสวนดุสิต พบว่าคนไทย 85.3% หันมาให้ความสำคัญกับการดูแลสุขภาพมากขึ้น ทั้งการออกกำลังกาย ตลอดจนการรับประทานอาหารเสริมและวิตามิน รวมทั้งการปรึกษาจากแพทย์ผู้เชี่ยวชาญแขนงต่างๆ มากขึ้น ทั้งนี้ มูลค่าตลาดผลิตภัณฑ์อาหารเสริมทั่วโลกในปี 2016 มีมูลค่า US\$1.21 แสนล้าน วารสาร Nutrition Business Journal (NBJ) คาดการณ์ว่าตลาดอาหารเสริมทั่วโลกจะมีมูลค่า US\$1.55 แสนล้าน คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 5.7% CAGR การเติบโตดังกล่าวส่วนใหญ่จะมาจากภูมิภาคเอเชีย (ไม่รวมจีน ญี่ปุ่น และอินเดีย) และภูมิภาคยุโรปตะวันออก ซึ่งคาดว่าจะขยายตัวในอัตราสูงกว่าคือ 9%

มูลค่าตลาดอาหารเสริมทั่วโลกปี 2006-2020



ส่วนแบ่งตลาดของอาหารเสริมปี 2017



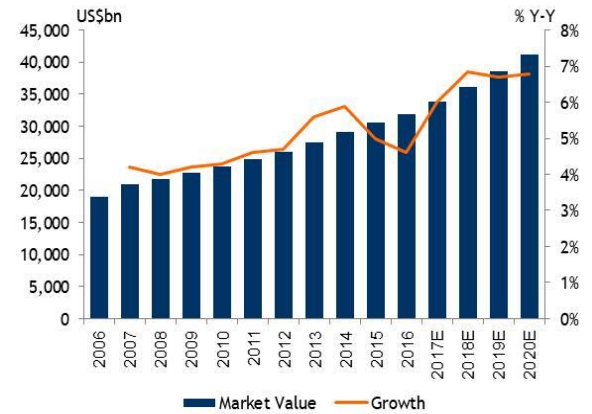
ที่มา: Thailand Center of Excellence for Life Science 2018

ในบรรดาผลิตภัณฑ์อาหารเสริมทั้งหมด วิตามินและอาหารเสริมสมุนไพรและโบทานิคอลมีส่วนแบ่งตลาดรวมกันสูง 50% ของตลาดทั้งหมด รองลงมาได้แก่อาหารเสริมเฉพาะด้าน ในปี 2016 ตลาดวิตามินและเกลือแร่ทั่วโลกมีมูลค่า US\$4.81 หมื่นล้าน NBJ คาดการณ์ว่ามูลค่าจะเติบโตเป็น US\$5.90 หมื่นล้านในปี 2020 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 5.2% CAGR เป็นตลาดที่ใหญ่ที่สุดในทุกภูมิภาคทั่วโลก การเติบโตดังกล่าวอยู่ที่ผู้บริโภคมีความตื่นตัวในการรักษาเชิงป้องกัน ซึ่งเป็นเทรนด์ในปัจจุบัน ส่วนตลาดอาหารเสริมประเภทสมุนไพรและโบทานิคอลมีมูลค่าตลาด US\$3.13 หมื่นล้านในปี 2016 มีการคาดการณ์ว่าจะเติบโตเป็น US\$4.05 หมื่นล้านในปี 2020 เติบโตเฉลี่ย 6.8% CAGR และยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องจากการที่ผู้บริโภคมองหาทางเลือกในการป้องกันและรักษาโรคที่มีผลข้างเคียงน้อยที่สุด ส่งผลให้ตลาดอาหารเสริมประเภทสมุนไพรมีอัตราการเติบโตสูง

มูลค่าตลาดวิตามินและเกลือแร่ทั่วโลกปี 2006-2020



มูลค่าตลาดอาหารเสริมสมุนไพรทั่วโลกปี 2006-2020



ที่มา: Thailand Center of Excellence for Life Science 2018

มูลค่าตลาดอาหารวิตามินและผลิตภัณฑ์อาหารเสริมของประเทศไทยปี 2018 มีมูลค่าตลาดประมาณ 6.24 หมื่นล้านบาท เติบโต 7.1% Euromonitor International คาดการณ์ว่าในปี 2019-2021 มูลค่าตลาดจะเติบโตเป็น 6.64 หมื่นล้านบาท +6.4% Y-Y เป็น 7.03 หมื่นล้านบาท +6.0% Y-Y และเป็น 7.42 หมื่นล้านบาท +5.6% Y-Y ตามลำดับ ตลาดอาหารวิตามินและผลิตภัณฑ์อาหารเสริมแบ่งออกเป็น 4 ตลาด โดยมีตลาดอาหารเสริมประเภทซูปเปอร์ฟู้ดหรือฟังก์ชันนัลเป็นตลาดใหญ่สุด มีส่วนแบ่งตลาดราว 56.5% รองลงมาเป็นผลิตภัณฑ์อาหารเสริม มีมูลค่ากว่า 2 หมื่นล้านบาท ครองส่วนแบ่งตลาด 35.9% ที่เหลือเป็นตลาดวิตามินและอาหารเสริมสำหรับเด็ก ทั้งนี้ตลาดที่มีอัตราการเติบโตสูงที่สุดคือตลาดที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์สุขภาพและนวัตกรรมความงาม (เติบโตเฉลี่ย 8.6% ในช่วงปี 2013-2018) ซึ่งเป็นตลาดหลักของ IP

มูลค่าตลาดผลิตภัณฑ์อาหารเสริมโดยรวมของไทย



มูลค่าตลาดวิตามินและอาหารเสริมสุขภาพของไทย



ที่มา: Euromonitor International, October 2016

การแข่งขันสูงแต่แนวโน้มตลาดเติบโตและใหญ่พอรองรับผู้ประกอบการจำนวนมาก

ตลาดผลิตภัณฑ์อาหารเสริมทั้งสำหรับคนและสัตว์เลี้ยงมีผู้ประกอบการจำนวนมาก ทั้งที่เป็นผู้ผลิตในประเทศและต่างประเทศที่เข้ามาใช้ไทยเป็นฐานการผลิตเพื่อส่งออก และผู้นำเข้าจากต่างประเทศมาจำหน่ายในประเทศ ในปี 2017 มีผู้ประกอบการที่จดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์มากกว่า 6.5 พันราย ผู้ประกอบการส่วนใหญ่เน้นการแข่งขันด้านคุณภาพ สูตรของผลิตภัณฑ์ ภาวลักษณะของแบรนด์ และการสร้างการจดจำให้แก่ลูกค้า แต่ถึงแม้ตลาดผลิตภัณฑ์อาหารเสริมจะมีผู้ประกอบการจำนวนมาก การแข่งขันสูง แต่แนวโน้มการเติบโตของตลาดในระยะยาวสูงมากพอที่จะรองรับผู้ประกอบการจำนวนมากได้ โดยเฉพาะ COVID-19 ทำให้ตลาดอาหารเสริมยังเติบโตได้อีกมาก สำหรับ IP ได้พัฒนาสูตรผลิตภัณฑ์ของตนเอง พยายามสร้างความแตกต่างโดยไม่ได้เน้นยาและอาหารเสริม แต่บุกเบิกผลิตภัณฑ์โภชนเภสัช เช่นผลิตภัณฑ์กลุ่มไบโอติก เช่น Probac 7, Probac 10 Plus, InuFOS ที่มีคู่แข่งน้อยรายในตลาด

IP ได้รับอานิสงส์จาก COVID-19 กำไร 9M20 มากกว่ากำไรปี 2019 ทั้งปี

รายได้รวมของ IP ในช่วงปี 2016-2019 เติบโตทำสถิติใหม่ทุกปีโตเฉลี่ย 46.4% CAGR จาก 118.4 ล้านบาทในปี 2016 เป็น 371.3 ล้านบาทในปี 2019 ตามการเทรนด์รักษาสุขภาพ การขยายตลาด และการเพิ่มสินค้าใหม่ๆ ทั้งแบรนด์ของกลุ่มบริษัทและเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้ามากขึ้น ในช่วงปี 2018 บริษัทเริ่มจำหน่ายแชมพูรักษาโรคผิวหนังสำหรับสัตว์เลี้ยง MALASEB และอาหารสัตว์เลี้ยง MARIA และยาสีฟัน YUUU ส่งผลให้ยอดขายเติบโตดีในปี 2019 ทั้งนี้ IP ยกเลิกการเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าชื่อ NABOTA (โบทูลินัมที่ออกซิน) จากเกาหลีในช่วงปลายปี 2019 กระทบยอดขายเพียงเล็กน้อย

อัตรากำไรขั้นต้นของ IP ในช่วงปี 2016-2019 เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 55-60% ต้นทุนสำคัญได้แก่ ต้นทุนสินค้า ค่าขนส่ง ค่าใช้จ่ายในการนำเข้า และบรรจุภัณฑ์ ซึ่งลดลงได้มากเพราะส่วนใหญ่แปรผันตามยอดขาย แต่การควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารอย่างมีประสิทธิภาพ เช่นลดค่าใช้จ่ายในการส่งเสริมการขาย ค่าใช้จ่ายในการออกบูธ ค่าสื่อโฆษณา หันมาเน้นโฆษณาทาง Online มากขึ้น รวมถึงการว่าจ้างซิลลิคฟาร์มให้กระจายสินค้า ทำให้อัตรากำไรจากการดำเนินงานและอัตรากำไรสุทธิปรับตัวดีขึ้น โดย Net profit margin ปรับขึ้นจาก 6.4% ในปี 2017 เป็น 11.7% ในปี 2019 และยังปรับขึ้นต่อในงวด 9M20 เป็น 16.1% ทำให้กำไรสุทธิเติบโตจาก 22.2 ล้านบาทในปี 2016 เป็น 43.5 ล้านบาทในปี 2019 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 25% CAGR

COVID-19 ส่งผลบวกต่อ IP เพราะทำให้ประชาชนตื่นตัวในการป้องกันและดูแลสุขภาพมากขึ้น ช่วง 2Q20 ซึ่งเป็นช่วง Lockdown ส่งผลกระทบบอย่างหนักต่อหลายธุรกิจ แต่กำไรของบริษัทกลับเติบโต (+22.1% Q-Q, +8.8% Y-Y) สำหรับงวด 9M20 กำไรของ IP ที่ 49.3 ล้านบาท สูงกว่าปี 2019 ที่ 43.5 ล้านบาท ไปแล้ว มาจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น 11.7% Y-Y และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นเป็น 61.1% จาก 57.2% ในงวด 9M19 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นเพียง 4.3% Y-Y (คิดเป็นสัดส่วน 40.1% ลดลงจาก 43.0% ในงวด 9M19) และทำให้มีกำไรสุทธิ 49.3 ล้านบาท +60.1% Y-Y คิดเป็น Net profit margin 16.1% สูงที่สุดในรอบเกือบ 4 ปี

คาดการณ์กำไร ปี 2020-2022 เติบโตสูงเฉลี่ย 38.4% CAGR

ในปี 2020 บริษัทรวมกิจการของ MP เข้ามา 1 เดือน ยังไม่มีผลต่อผลประกอบการทั้งปีมากนัก แต่สำหรับ 4Q20 เราคาดว่าจะเป็กำไรที่สูงที่สุดของปีที่ 21.1 ล้านบาท +14.0% Q-Q, +65.7% Y-Y จากรายได้ที่ +4.0% Q-Q, +17.0% Y-Y เป็น 113.3 ล้านบาทจากกระแสรักษาสุขภาพ และได้อานิสงส์จากโครงการรัฐทั้งข้อปดมีคิน และคนละครึ่ง และเป็นช่วงเทศกาลจับจ่าย ที่สำคัญคืออัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะขยับขึ้นต่อเนื่องเป็น 61.9% และยังคงคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารได้ดีต่อ

ภาพรวมทั้งปี 2020 เป็นอีกหนึ่งปีที่กำไรโตแรง เราคาดกำไรสุทธิ 70.3 ล้านบาท +61.7% Y-Y เร่งตัวขึ้นจากปี 2019 ที่กำไร +46.5% Y-Y แม้ว่ารายได้ในปี 2020 เราคาดว่าจะขยายตัวเพิ่มขึ้น 13.1% Y-Y แต่ด้วยอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้นและการคุมรายจ่ายอย่างเข้มข้น ทำให้กำไรเติบโตแรงกว่ารายได้กว่า 4 เท่า

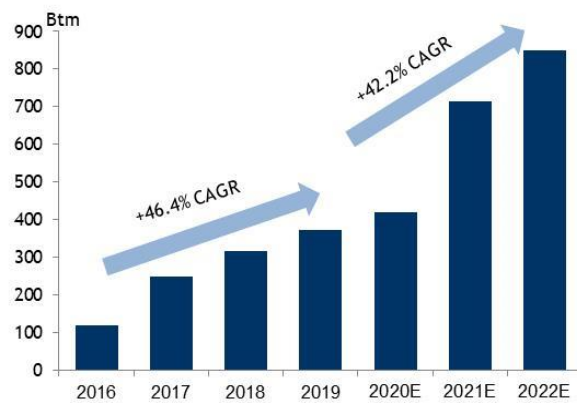
ผลประกอบการปี 2021-2022 ที่รวมกิจการ MP เต็มปี คาดว่ารายได้จะเติบโตเร่งตัว +70.2% Y-Y เป็น 714.8 ล้านบาท เติบโตจากรูจเดิมของ IP และเพิ่มรายได้จาก MP ที่เดิมมีรายได้ปีละประมาณ 200 ล้านบาทและมีการประกันรายได้ แต่อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเพราะ MP เป็นโรงงานผลิตยา มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่า บวกกับ Synergy ที่ได้ทำให้คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะลดลงมาอยู่ในระดับ 44% ในช่วง 2 ปีข้างหน้า (ปี2021-2022) ในด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารไม่ได้เติบโตในสัดส่วนเดียวกับยอดขายเพราะมีต้นทุนคงที่หลายส่วนที่เข้าร่วมกันได้ ส่วนดอกเบี้ยจ่ายยังคงมีจำนวนน้อยมาก เราจึงคาดกำไรสุทธิยกฐานขึ้นเป็น 103.9 ล้านบาทในปี 2021 +47.8% Y-Y และเพิ่มขึ้นเป็น 134.5 ล้านบาทในปี 2022 +29.4% Y-Y หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 38.4% CAGR และคาด Net profit margin สูงกว่าในอดีตเป็น 15-16%

4Q20Earnings Preview

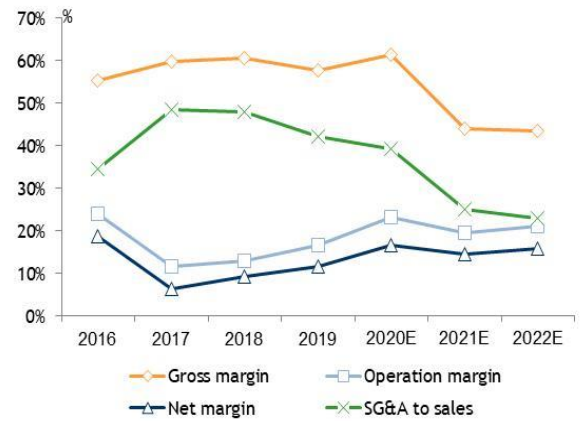
(Bt mn)	4Q20E	3Q20	% Q-Q	4Q19	% Y-Y
Sales revenue	113.3	109.0	4.0	98.8	17.0
Costs	43.1	43.5	-0.8	39.8	8.4
Gross profit	70.2	65.5	7.2	57.0	23.0
SG&A expense	42.1	41.7	1.1	38.8	8.5
Interest expense	0.2	0.2	16.7	0.1	31.9
Norm profit	21.1	18.5	14.0	12.7	65.7
Net profit	21.1	18.5	14.0	12.7	65.7
EPS (Bt/share)	0.10	0.09	14.0	0.08	65.7
Gross margin %	61.9	60.1	1.8	58.9	3.0
SG&A as % of Sales	37.2	38.2	-1.1	40.1	-2.9
Net margin %	18.6	16.9	5.5	13.1	5.5

ที่มา: Finansia Estimates

ประมาณการรายได้ปี 2020-2022



อัตรากำไร



ที่มา: Finansia Research

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2020-2022



ROA และ ROE



ที่มา: Finansia Research

ประเมินราคาเป้าหมาย 18.00 บาท

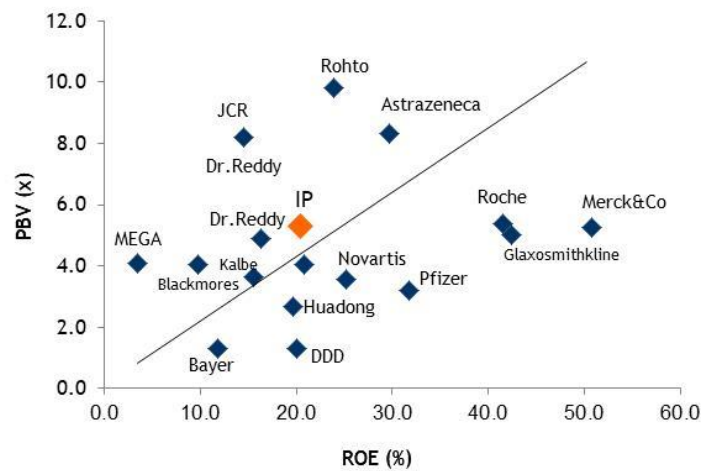
เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 18.0 บาทอิง DCF, WACC 9.0% ณ ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น 2021 Implied PE 35.6 เท่า บนคาดการณ์ 2021 EPS ที่ 0.50 บาท และ 2021 Implied PBV 5.3 เท่า แม้ว่า Implied PE และ PBV จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มในตลาดหุ้นไทยซึ่งเราพบว่ามีผลการคาดการณ์ 2 บริษัทคือ DDD และ MEGA แต่ทั้งอัตราการเติบโตของรายได้และกำไร Gross และ Net margins และ ROE สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ DDD และ MEGA และเมื่อเทียบกับบริษัทที่คล้ายคลึงกันในประเทศ การเติบโตของกำไรของ IP สูงกว่าค่าเฉลี่ย ส่วน Net margin และ ROE แม้จะน้อยกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทในประเทศแต่ไม่ถึงกับแตกต่างกันมากนัก

DCF Approach

(Btm)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
FCFF	135	165	193	222	258	283
Cost of equity	11.0%					
Cost of debt	2.0%					
Long term growth	3.5%					
Beta	0.73					
WACC	9.0%					
Sum of PV FCFF	932					
PV of Terminal value	2,817					
Total PV	3,750					
Net debt	0					
Value of equity	3,750					
Per share value (Bt)	17.97					

ที่มา: Finasia Research

PBV และ ROE



ที่มา: Bloomberg, Settrade, Finasia estimates

Peers comparison

	Rev growth (%)		Gross margin (%)		NPAT growth (%)		Net margin (%)		ROE	PER (x)		PBV (x)	
	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	21E	22E	21E	22E
IP	70.2	18.8	44.0	43.6	47.8	29.6	14.5	15.9	20.4	26.0	20.0	5.3	4.8
DDD	49.1	4.6	64.4	64.5	nm	5.8	8.9	9.0	20.1	36.9	34.8	1.3	1.2
MEGA	7.7	7.4	39.3	39.5	9.1	10.1	11.0	11.3	3.4	21.9	20.0	4.1	3.7
Thailand Average	28.3	6.0	51.8	52.0	9.1	8.0	9.9	10.1	11.8	29.4	27.2	2.7	2.5
Abbott Labs	13.6	2.7	59.1	59.4	24.3	4.5	20.5	20.9	20.7	24.9	23.8	4.0	3.7
Astrazeneca	14.9	14.9	80.6	80.4	26.0	31.0	22.0	25.2	29.3	20.0	15.7	8.3	7.3
Bayer AG	-0.3	4.4	63.4	61.7	-1.3	9.8	14.8	15.5	11.8	7.6	6.9	1.3	1.2
Blackmores	9.0	7.2	60.8	61.4	51.2	28.9	5.5	7.4	9.8	43.0	29.7	4.0	3.8
Dr.Reddy's Labs	13.9	10.4	56.9	57.2	19.2	23.0	18.9	19.5	16.3	31.7	26.6	4.9	4.3
Glaxosmithkline	3.5	4.3	70.3	70.5	0.5	8.8	16.4	17.1	42.4	11.5	10.8	5.0	4.6
Huadong Medicines	9.0	11.9	33.0	33.6	16.0	21.9	8.6	9.4	19.7	13.8	11.4	2.7	2.3
JCR Pharmaceutic	19.3	8.9	72.8	68.1	34.5	27.5	18.3	20.6	14.5	59.9	46.9	8.2	7.3
Kalbe Farma	6.8	7.3	44.8	44.8	7.9	16.2	11.5	11.8	15.5	23.9	21.9	3.6	3.6
Merck&Co	7.1	5.1	75.1	75.5	4.9	9.9	30.9	31.4	50.8	13.0	11.8	5.3	4.3
Novartis	6.8	4.2	76.8	77.1	9.9	7.3	27.8	28.6	25.2	14.7	13.8	3.6	3.6
Pfizer	7.7	-4.5	78.1	80.4	8.6	-1.5	36.5	34.6	31.8	11.8	12.0	3.2	2.96
Roche	4.6	3.0	75.6	77.2	7.4	7.0	28.6	29.7	41.5	14.6	13.8	5.4	4.6
Rohto Pharmaceutical	4.7	3.2	60.3	59.9	9.8	7.3	7.9	8.3	9.8	23.9	21.6	2.1	1.9
Overseas Average	8.6	5.9	64.8	64.8	15.6	14.4	19.2	20.0	25.2	20.9	17.6	4.3	3.8

ที่มา: Bloomberg, Settrade, Finansia estimates

ความเป็นมาของบริษัทและพัฒนาการที่สำคัญ

- ปี 2006 บริษัทก่อตั้งนามบริษัท อินเตอร์ ฟาร์มา จำกัด ด้วยทุนจดทะเบียน 1 ล้านบาท เพื่อประกอบธุรกิจนำเข้าและจำหน่ายผลิตภัณฑ์สุขภาพทั่วไป
- ปี 2013 มีการปรับเปลี่ยนโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็น ดร.ตฤณวรรณ ธนินิธิพันธ์ ถือหุ้น 94.9% และเป็นจุดเริ่มในการขยายธุรกิจด้านผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพในกลุ่มโภชนเภสัช (Neutraceutical products) ภายใต้เครื่องหมายการค้า 'INTERPHARMA' โดยเริ่มจากผลิตภัณฑ์สุขภาพและชะลอวัย (Wellness and Anti-aging products) จำหน่ายให้กับโรงพยาบาลและคลินิก สินค้าที่สร้างชื่อเสียงเป็นที่รู้จักได้แก่ Prabac 7 และ Prabac 10 เป็นซินไบโอติกที่ช่วยสร้างสมดุลให้ระบบขับถ่าย และสร้างภูมิคุ้มกัน หลังจากนั้น จึงได้ขยายผลิตภัณฑ์ไปสู่กลุ่มนวัตกรรมความงาม และผลิตภัณฑ์สำหรับสัตว์เลี้ยง
- ปี 2016 บริษัทได้รับแต่งตั้งให้เป็นตัวแทนจำหน่ายแต่เพียงผู้เดียว (Exclusive Distributor) จากบริษัท Dermcare-Vet Pty Ltd. ออสเตรเลีย เพื่อจำหน่ายสินค้า Dermcare MALASEB, Dermcare PYOHEX, Dermcare Aloveen และ Dermcare Natural และได้รับสิทธิเป็น Exclusive distributor ในการจำหน่ายใน CLMV นอกจากนี้ บริษัทยังได้รับสิทธิเป็น Sole Distributor จากบริษัท Tensall Bio-Tech Co., Ltd. ไต้หวัน ในการจำหน่ายสินค้า TS6 ในไทย
- ปี 2017 ได้รับแต่งตั้งเป็น Sole Marketer จากบริษัท แดวุง ฟาร์มาซูติคอล (ไทยแลนด์) จำกัด ในการจำหน่ายสินค้า Perfectha (ไฮยาลูโรนิกแอซิด ฟิลเลอร์) และ NABOTA (โบทูลินัมท็อกซิน) ในไทย นอกจากนี้ ในปีนี้บริษัทเพิ่มทุนจาก 5 ล้านบาทเป็น 40 ล้านบาท (พาร์ 100 บาท) เสนอขายผู้ถือหุ้นเดิม เพื่อนำเงินไปใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน โดย ดร.ตฤณวรรณ ธนินิธิพันธ์ เพิ่มทุนต่ำกว่าสิทธิที่ได้รับการจัดสรร ทำให้สัดส่วนการถือหุ้นลดลงเป็น 79.8%
- ปี 2018 ออกผลิตภัณฑ์ภายใต้ 2 สินค้าคือ YUUU Probiotic Premium Cleansing Mousse และ YUUU Advance Probiotic & Pine Needle Toothpaste นอกจากนี้ ในระหว่างปี บริษัทได้ร่วมทุนกับบริษัทย่อยของ ASIAN ชื่อบจ. เอเชียัน กรุ๊ป เซอร์วิส เพื่อร่วมดำเนินธุรกิจอินเทอร์เพิททรินา ออกผลิตภัณฑ์อาหารสุนัขและแมว ภายใต้แบรนด์ MARIA
- ปี 2019 บริษัทแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัด โดยการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน IPO 46 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาท) ในราคาหุ้นละ 7 บาท ทำให้ทุนจดทะเบียนชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 103.0 ล้านบาท (206.0 ล้านหุ้น) และเริ่มซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันที่ 5 พ.ย. 2019 ในตลาด mai กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค
- ปี 2020 ณ เดือน มิ.ย. ผู้ถือหุ้นใหญ่ได้แก่ ดร.ตฤณวรรณ ธนินิธิพันธ์ 49.93%, นาย พิริรัชต์ ภัทรกิตต์เกษม 6.89%, นาย ชำรงชัย เอกอมรวงศ์ 2.90%, น.ส. พิมพ์ภัทรา ศุภพัชรวงศ์ 2.83%, นาย ภาววิทย์ กลิ่นประทุม 2.61%

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการคาดการณ์ความต้องการของผู้บริโภคผิดพลาด

ความต้องการของผู้บริโภคเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาและคาดเดาได้ยาก อาจมีผลต่อการตัดสินใจซื้อผลิตภัณฑ์ของบริษัทหากบริษัทไม่สามารถคาดการณ์ความนิยมของผู้บริโภคได้ถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทได้สร้างความหลากหลายให้ผลิตภัณฑ์ของตัวเอง เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าทุกกลุ่มเป้าหมาย ติดตามพฤติกรรมของผู้บริโภคอยู่ตลอดเวลา ด้วยการสื่อสารและเทคโนโลยีในปัจจุบันที่ทำให้ทั้งบริษัทและผู้บริโภคเข้าถึงข้อมูลได้อย่างรวดเร็ว และบริษัทมีช่องทางในการสื่อสารกับลูกค้าจึงความเสี่ยงในประเด็นนี้ได้

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้รับจ้างผลิตภายนอก

รายได้ราว 40% มาจากผลิตภัณฑ์ที่จ้างผู้ผลิตภายนอกทั้งในและต่างประเทศกว่า 10 ราย โดยแต่ละผลิตภัณฑ์มีการจ้างผู้ผลิตรายเดียวเพื่อควบคุมคุณภาพและมาตรฐานให้เหมือนกัน บริษัทอาจมีความเสี่ยงในการพึ่งพาผู้ผลิตสินค้าภายนอก หรือไม่สามารถส่งมอบสินค้าได้ทันตามกำหนด อย่างไรก็ตาม การมีผู้ผลิตหลายรายที่คัดเลือกมาเป็นอย่างดี มีความสัมพันธ์อันยาวนาน ผู้ผลิตบางรายบริษัทเป็นตัวแทนจำหน่ายให้กับสินค้าของรายดังกล่าว ควบคุมไปกับการส่งจ้างผลิต ถือเป็น การลดความเสี่ยงในระดับหนึ่ง นอกจากนี้ ในปัจจุบัน IP มีโรงงานผลิตยาเป็นของตัวเอง หลังจากซื้อกิจการ MP ยิ่งช่วยลดความเสี่ยงในประเด็นนี้ได้

ความเสี่ยงจากการสูญเสียการเป็นตัวแทนจำหน่าย

IP ได้รับแต่งตั้งให้เป็นตัวแทนจำหน่ายจากบริษัทหลักๆ ได้แก่ บจ. แดวุง, Dermcare, Tensall Bio-Tech โดยเป็นตัวแทนจำหน่ายแต่เพียงผู้เดียวในไทยและ CLMV รายได้จากผลิตภัณฑ์ที่เป็นตัวแทนจำหน่ายเหล่านี้มีสัดส่วนราว 40-50% ของรายได้รวม อาจมีความเสี่ยงไม่ได้รับการต่อสัญญา หรือบริษัทเหล่านั้นเข้ามาทำการตลาดเองในไทย อย่างไรก็ตาม สัญญาตัวแทนจำหน่ายบางสัญญาได้รับการต่ออายุแล้ว การเป็นตัวแทนจำหน่ายต้องมียอดขายตามเป้าที่กำหนด ซึ่งบริษัทมียอดขายสูงเกินเป้าหมายตลอด เชื่อว่าจะได้รับความไว้วางใจให้เป็นตัวแทนจำหน่ายต่อไป

ความเสี่ยงจากการบริหารสินค้าคงคลัง

สินค้าบางชนิดอาจได้รับความนิยมหรือเลิกเป็นที่นิยมอย่างรวดเร็ว สินค้ามีวันหมดอายุสั้นหรือยาวแตกต่างกัน การบริหารสินค้าคงคลังจึงเป็นหนึ่งในหัวใจหลักในการทำธุรกิจ อาจทำให้สภาพคล่องหยุดชะงัก หรือเงินจมหากประเมินภาวะตลาดหรือบริหารสินค้าคงคลังผิดพลาด บริษัทให้ความสำคัญกับประเด็นนี้และติดตามดูแลปริมาณสินค้าคงเหลืออย่างใกล้ชิด รวมถึงการว่าจ้างซิดลิลิฟาร์มาซึ่งเป็นผู้นำในธุรกิจขนส่งและกระจายผลิตภัณฑ์เวชภัณฑ์ ให้บริหารจัดการคลังสินค้าและจัดส่งสินค้าให้ลูกค้าเพื่อความคล่องตัวและมีประสิทธิภาพ

ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

ตลาดอาหารเสริม ยา และเวชภัณฑ์มีการเติบโตต่อเนื่องทุกปีโดยเฉพาะสถานการณ์ COVID-19 ทำให้ผู้บริโภคหันมาใส่ใจสุขภาพมากขึ้น ผู้ประกอบการจึงเข้ามาในตลาดมากขึ้น การแข่งขันเพิ่มสูงขึ้น ผู้บริโภคมีทางเลือกมากขึ้น ผลิตภัณฑ์ในตลาดมีทั้งที่เป็นสินค้านำเข้า และบริษัทที่ผลิตและเป็นเจ้าของตราสินค้าเอง บริษัทตระหนักดีถึงการแข่งขันในรูปแบบต่างๆ จึงได้นำเสนอสินค้าที่มีคุณภาพที่ดี ให้ความสำคัญกับการวิจัยพัฒนา สร้างความน่าเชื่อถือของผลิตภัณฑ์โดยการได้เข้าไปจำหน่ายในโรงพยาบาล ซึ่งต้องผ่านกระบวนการและการยอมรับจากคนไข้ก่อน จึงหันมารุกตลาด Retail และ Modern Trade มากขึ้น

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	317	371	420	715	849
Cost of sales	125	157	163	400	479
Gross profit	192	214	258	315	370
SG&A	152	157	165	179	195
Operating profit	40	57	92	136	175
Other income	1	5	5	4	4
EBIT	41	62	97	140	179
EBITDA	43	64	101	153	191
Interest charge	0	1	1	1	1
Tax on income	11	14	19	28	35
Earnings after tax	30	47	77	111	142
Minority interest	1	-4	-7	-7	-7
Normalized earnings	30	43	70	104	135
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	30	43	70	104	135

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	2,015	934	1,129	2,044	2,396
Deprec. & amortization	991	1,021	1,031	1,081	1,106
Change in working capital	-666	494	-314	-757	-585
Other adjustments	-208	-119	-157	-19	-21
Cash flow from operations	2,132	2,331	1,688	2,348	2,896
Capital expenditure	-845	-575	-200	-1,000	-500
Others	48	-155	-40	-218	-18
Cash flow from investing	-797	-730	-240	-1,218	-518
Free cash flow	1,335	1,601	1,448	1,131	2,378
Net borrowings	191	-847	-289	-46	-549
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-1,299	-1,152	-993	-1,431	-1,677
Others	17	-28	19	49	-1
Cash flow from financing	-1,092	-2,026	-1,263	-1,427	-2,228
Net change in cash	243	-425	185	-297	151

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	32	343	62	98	141
Accounts receivable	87	112	150	172	195
Inventory	54	50	52	104	119
Other current assets	2	0	1	11	13
Total current assets	176	505	265	385	468
Investments	6	5	5	5	25
PPE	11	10	280	258	250
Other assets	4	7	10	16	20
Total assets	195	526	559	683	763
Short-term loans	12	9	0	0	0
Accounts payable	68	38	53	115	144
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	8	9	7	19	22
Total current liabilities	87	56	60	134	167
Long-term debt	0	0	0	15	10
Other non-current liab.	1	4	8	13	15
Total non-current liab.	1	4	8	28	25
Total liabilities	88	60	69	162	192
Registered capital	65	103	103	103	103
Paid up capital	65	103	103	103	103
Share premium	0	287	287	287	287
Legal reserve	4	6	6	6	6
Retained earnings	10	38	62	99	149
Others	22	22	22	15	15
Minority Interests	6	10	10	10	11
Shareholders' equity	101	456	480	510	560

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	28.1	17.2	13.1	70.2	18.8
EBITDA	44.7	49.1	57.5	51.8	25.3
Net profit	86.5	46.5	61.7	47.8	29.6
Normalized earnings	86.5	46.5	61.7	47.8	29.6
Profitability (%)					
Gross profit margin	60.5	57.6	61.3	44.0	43.6
EBITDA margin	13.5	17.2	23.9	21.4	22.5
EBIT margin	12.9	16.6	23.1	19.5	21.1
Normalized profit margin	9.4	11.7	16.7	14.5	15.9
Net profit margin	9.4	11.7	16.7	14.5	15.9
Normalized ROA	15.2	8.3	12.6	15.2	17.7
Normalized ROE	29.5	9.5	14.7	20.4	24.1
Normalized ROCE	37.8	13.2	19.5	25.4	30.0
Risk (x)					
D/E	0.9	0.1	0.1	0.3	0.3
Net D/E	0.6	-0.6	0.0	0.1	0.1
Net debt/EBITDA	0.3	-5.2	-0.6	-0.5	-0.7
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.27	0.28	0.34	0.50	0.65
Normalized EPS	0.27	0.28	0.34	0.50	0.65
EBITDA	0.39	0.41	0.49	0.74	0.93
Book value	0.77	2.21	2.33	2.48	2.72
Dividend	0.00	0.19	0.20	0.30	0.39
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	48.5	46.8	38.4	26.0	20.0
Norm P/E	48.5	46.8	38.4	26.0	20.0
P/BV	16.9	5.9	5.6	5.3	4.8
EV/EBITDA	40.0	37.1	26.2	17.2	13.4
Dividend yield (%)	0.0	1.4	1.6	2.3	3.0

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700, 02-680-0777</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิงค์ 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>
<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p>สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100</p>	<p>สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทรทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนทรวง (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนทรวง 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>
<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>	<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>		
<p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-909</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>
<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกวมอร่าม ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดจลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา บิดดาณี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุดสมิแล อ.เมือง จ.บิดดาณี 073-350-140-4</p>				

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2019

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC