

BUY

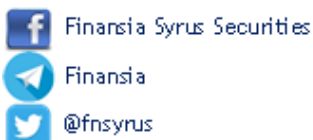
บมจ. อินเตอร์ ฟาร์มา

Previous	T-BUY
2021 Target Price (Bt)	23.00
Price (09/02/2021)	19.60
up/downside (%)	+17.3
SET Index	1,518.27
Sector	MAI/Consumer Products
Foreign limit/actual (%)	49.00/6.12
Free float (%)	42.66
Market cap (Bt m)	4,037.60
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	41.50
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	20.00, 13.00, 15.77
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	371	420	715	942
Normalized profit	43	70	104	141
Net profit	43	70	104	141
EPS (Bt) - norm	0.28	0.34	0.50	0.69
EPS (Bt)- reported	0.28	0.34	0.50	0.69
% growth y-y	3.7	21.9	47.8	36.0
Dividend/share (Bt)	0.19	0.20	0.30	0.41
BV/share (Bt)	2.21	2.33	2.48	2.73
EV/EBITDA (x)	58.0	39.6	25.3	19.2
PER (x) - norm	7.0	57.4	38.9	28.6
PER (x)	70.0	57.4	38.9	28.6
PBV (x)	8.9	8.4	7.9	7.2
Dividend yield (%)	0.9	1.0	1.5	2.1
Norm ROE (%)	9.5	14.7	20.4	25.1
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



ซื้อโรงงานจากเทวาสู่ผู้นำเวชภัณฑ์ระดับโลก

การซื้อโรงงานผลิตยาของบจ.เทวา ฟาร์มา (ประเทศไทย) พร้อมตำรับยา และสัญญาจ้างผลิตอีก 3-5 ปี ทำให้กำลังการผลิตของ IP เพิ่มสูงขึ้นและมากพอที่จะเป็นผู้รับจ้างผลิต และด้วยมาตรฐานการผลิตระดับโลกของโรงงานเทวา จะช่วยยกระดับการเป็นผู้นำเวชภัณฑ์ของ IP และเป็นฐานการส่งออกที่สำคัญ เราคงประมาณการกำไรปี 2021 +47.8% Y-Y จากการรวม MP เต็มปี และผลิตภัณฑ์ใหม่จากการร่วมทุนกับ TU แต่ปรับประมาณการกำไรปี 2021-2025 ขึ้นเป็นเติบโตเฉลี่ย 26.7% CAGR สูงกว่าเดิมที่คาด +21.7% CAGR ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 23 บาทจากเดิม 18 บาท (DCF, WACC 9.2%) ณ ราคาเป้าหมายใหม่คิดเป็น Implied PE ปี 2021 ที่สูงถึง 45.6 เท่าเพราะกำไรปีนี้ยังไม่ได้สะท้อนประโยชน์จากโรงงานใหม่และผลิตภัณฑ์ที่ทยอยเข้ามาเต็มที่ Implied PE จะลดลงอย่างรวดเร็วในปีหน้าเหลือ 33.5 เท่า จึงแนะนำซื้อ

ซื้อโรงงานผลิตยาของ TEVA พร้อมสัญญาจ้างผลิต

IP บรรลุข้อตกลงซื้อโรงงานผลิตยา เครื่องจักร และทะเบียนยา 4 ตำรับ จำนวน 12 ทะเบียน มูลค่า 160 ล้านบาท จากบริษัท เทวา ฟาร์มา (ประเทศไทย) จำกัด โรงงานตั้งอยู่บนที่ดิน 20 ไร่ในนิคมอุตสาหกรรมโรจนะ 2 จังหวัดอยุธยา พร้อมทั้งได้รับสัญญาจ้างผลิตยาให้กับบริษัท เทวา ฟาร์มา (ประเทศไทย) จำกัด 3-5 ปีเป็นอย่างน้อย และเนื่องจากทะเบียนยาผูกติดกับตัวโรงงาน หากบริษัท เทวา ฟาร์มา (ประเทศไทย) ยังผลิตยาสูตรเดิมต่อ ก็จำเป็นต้องว่าจ้างโรงงานแห่งนี้ผลิตให้ เรามองว่าการรับจ้างผลิตมีโอกาสยาวกว่า 5 ปี คาดว่าการรับโอนกิจการจะแล้วเสร็จภายในสิ้นปี 2021 เรามองดีลนี้เป็นบวกต่อ IP ในการช่วยเพิ่มกำลังการผลิตได้อีกมากเพราะปัจจุบันโรงงานของเทวาฟาร์มาใช้กำลังการผลิตเพียงประมาณ 20% ยังเหลือกำลังการผลิตอีกมากที่จะสามารถรับจ้างผลิตให้บุคคลภายนอกได้ และช่วยต่อยอด IP ให้เป็นผู้นำเวชภัณฑ์ระดับโลกเนื่องจากเป็นโรงงานที่ผลิตยาคุณภาพมาตรฐานโลก

มีความพร้อมและศักยภาพในการผลิตอาหารเสริมที่ก้าวไกล

IP มีศักยภาพและความพร้อมในการผลิตอาหารเสริมที่มีศักยภาพเป็นส่วนประกอบบริษัทให้ MP ยื่นขออนุญาตต่อ ออย. ในการพัฒนาและผลิตเมื่อวันที่ 29 ม.ค. 2021 บริษัทจะทำในส่วนของการกลั่นน้ำและปลายน้ำโดยการผลิตยาแผนไทย ยาพัฒนาจากสมุนไพร อาหารเสริม รวมถึงเวชสำอางค์ และอาศัยจุดแข็งด้านช่องทางการจำหน่ายทั้งโรงพยาบาล คลินิก ช่องทางออนไลน์ และร้าน Modern Trade ในทำการตลาดเอง เราเชื่อว่า IP จะเป็นเจ้าแรกๆในการผลิตผลิตภัณฑ์ที่ออกสู่ท้องตลาด เพียงแต่ขั้นตอนในการปลูก เก็บเกี่ยว สกัด กว่าจะได้เป็นวัตถุดิบมาผลิต อาจได้เห็นในช่วงปลายปีเป็นอย่างเร็ว จึงยังไม่มีผลต่อประมาณการในปี 2021 มากนัก

ปรับประมาณการกำไรปี 2021-2025 ขึ้นเป็นเติบโตเฉลี่ย 26.7% CAGR

โรงงานใหม่ที่เพิ่งซื้อและอาหารเสริมที่ก้าวไกลยังไม่มีผลต่อประมาณการปี 2021 มากนัก การเติบโตในปี 2021 จะมาจากการรวมโรงงาน MP เข้ามาเต็มปีและผลิตภัณฑ์ใหม่ๆจากการร่วมทุนกับ TU เราปรับประมาณการปี 2022-2025 ขึ้น 5-26% รวมประโยชน์ที่จะได้จากการซื้อโรงงานเทวาฟาร์มาและเพิ่มยอดขายของผลิตภัณฑ์ที่ทยอยเข้ามาเต็มที่ ทำให้คาดกำไรโตเฉลี่ย 26.7% CAGR (ปี 2021-2025) สูงกว่าประมาณการเดิมที่คาด +21.7% CAGR

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 23.00 บาท แนะนำซื้อ

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 23.00 บาท จาก 18.00 บาท (DCF, WACC 9.2%, TG 4.0%) เมื่อเทียบ EPS ปีนี้ที่ยังไม่ได้สะท้อนโรงงานใหม่และผลิตภัณฑ์ที่ทยอยเข้ามาเต็มที่ เป็น Implied PE สูง 44.6 เท่า แต่จะลดลงอย่างรวดเร็วเป็น 33.5 เท่า แนะนำซื้อ

Company Overview

IP ดำเนินธุรกิจพัฒนา คิดค้น และจำหน่ายผลิตภัณฑ์สุขภาพและนวัตกรรมความงามสำหรับคน และผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับสัตว์เลี้ยง และปศุสัตว์ โดยเป็นผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่อาหารเสริมหรือยา แต่ช่วยดูแลสุขภาพให้แข็งแรง ที่เรียกว่าโภชนบำบัด (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 ได้ขยายการลงทุนไปสู่ธุรกิจต้นน้ำคือการผลิตยา โดยการซื้อกิจการของบริษัท โมเดิร์น ฟาร์มา จำกัด (MP) เพื่อการผลิตเพิ่มยอดขาย ลดต้นทุน และเพิ่มสินค้าใหม่ๆ เข้าสู่ตลาด

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 23.0 บาทอิง DCF, WACC 9.0%, TG 4.0% ณ ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น 2021 Implied PE 44.6 เท่า และ 2021 Implied PBV 9.3 เท่า สูงกว่ากลุ่มมากเนื่องจากประมาณการปี 2021 ยังไม่ได้รวมผลประโยชน์จากโรงงานและผลิตภัณฑ์กัญชงอย่างเต็มที่ แต่ Implied PE จะลดลงอย่างรวดเร็วเหลือ 33.5 เท่าในปี 2022

ESG

Environment

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

Social

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

Governance

- 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

ซื้อโรงงานผลิตยาของ TEVA พร้อมสัญญาจ้างผลิต ต่อยอดการเป็นผู้ผลิตเวชภัณฑ์ระดับโลก

วานนี้ (8 ก.พ. 2021) IP แจ้งตลาดหลักทรัพย์ว่าได้บรรลุข้อตกลงซื้อโรงงานผลิตยา เครื่องจักร และทะเบียนยา 4 ตำรับ จำนวน 12 ทะเบียน มูลค่า 160 ล้านบาท จากบริษัท เทวา ฟาร์มา (ประเทศไทย) จำกัด โรงงานนี้มีพื้นที่ 32,000 ตารางเมตร ตั้งอยู่บนที่ดิน 20 ไร่ในนิคมอุตสาหกรรมโรจนะ 2 จังหวัดอยุธยา พร้อมทั้งได้รับสัญญาจ้างผลิตยาให้กับบริษัท เทวา ฟาร์มา (ประเทศไทย) จำกัด 3-5 ปีเป็นอย่างน้อย และเนื่องจากทะเบียนยาผูกติดกับตัวโรงงาน หากบริษัท เทวา ฟาร์มา (ประเทศไทย) ยังผลิตยาสูตรเดิมต่อ ก็จำเป็นต้องว่าจ้างโรงงานแห่งนี้ผลิตให้การรับจ้างผลิตจึงมีโอกาสมากกว่า 5 ปี สำหรับดีลนี้คาดว่าจะการรับโอนกิจการจะแล้วเสร็จภายในสิ้นปี 2021 เรามองดีลนี้เป็นบวกต่อ IP ในการช่วยเพิ่มกำลังการผลิตได้อีกมากเพราะปัจจุบันโรงงานของเทวาฟาร์มาใช้กำลังการผลิตเพียงประมาณ 20% ยังเหลือกำลังการผลิตอีกมากที่จะสามารถรับจ้างผลิตให้บุคคลภายนอกได้ โรงงานแห่งนี้ยังเป็นโรงงานแรกๆที่ได้รับการรับรองคุณภาพตามระดับมาตรฐานในการผลิตยา GMP จาก ออย. และผลิตยาที่ได้คุณภาพระดับมาตรฐานโลก เท่ากับช่วยต่อยอด IP ให้เป็นผู้นำเวชภัณฑ์ระดับโลก เมื่อเทียบกับโรงงาน MP ที่รวมกิจการเข้ามาตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2020 โรงงาน MP มีเนื้อที่ราว 4 ไร่เศษ บริษัทซื้อ MP มาด้วยมูลค่าเกือบ 300 ล้านบาท มีการันตีรายได้ในปี 2021 ไม่ต่ำกว่า 200 ล้านบาท ดีลซื้อโรงงานเทวาฟาร์มาจึงถือเป็นดีลที่ดีมากสำหรับ IP

มีศักยภาพรุกตลาดกัญชง

IP มีศักยภาพและความพร้อมในการผลิตอาหารเสริมที่มีกัญชงเป็นส่วนประกอบ บริษัทได้ให้ MP ยื่นขออนุญาตต่อ ออย. ในการพัฒนาและผลิตเมื่อวันที่ 29 ม.ค. 2021 บริษัทสนใจทำในส่วนของการกลั่นน้ำและปลายน้ำโดยการผลิตยาแผนไทย ยาพัฒนาจากสมุนไพร อาหารเสริม รวมถึงเวชสำอางค์ และอาศัยจุดแข็งด้านช่องทางการจำหน่ายทั้งโรงพยาบาล คลินิก ช่องทางออนไลน์ และร้าน Modern Trade ในทำการตลาดเอง เราเชื่อว่า IP จะเป็นเจ้าแรกๆในการผลิตผลิตภัณฑ์กัญชงออกสู่ท้องตลาด เพียงแต่ขั้นตอนในการปลูก เก็บเกี่ยว สกัด กว่าจะได้เป็นวัตถุดิบมาผลิต อาจได้เห็นในช่วงปลายปีเป็นอย่างเร็ว จึงยังไม่มียอดต่อประมาณการในปี 2021 มากนัก

ปรับประมาณการปี 2022-2025 ขึ้น 5-26% เป็นกำไรโตเฉลี่ย 26.7% CAGR

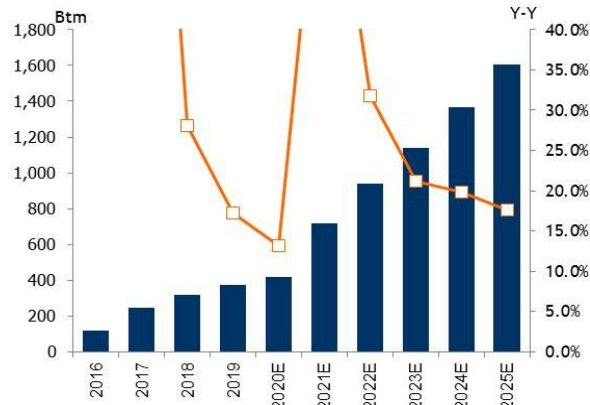
แผนระยะ 5 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2025) IP ตั้งเป้ารายได้กว่า 2 พันล้านบาท เมื่อเทียบกับรายได้ปี 2020 ที่เราคาดว่าจะจบปีที่ 420.0 ล้านบาท สะท้อนว่ารายได้ใน 5 ปีข้างหน้าจะต้องเติบโตเฉลี่ย 40% และหากบริษัทรักษาระดับอัตรากำไรสุทธิที่ 14-15% ได้ กำไรจะขยายตัวเฉลี่ยประมาณ 35% CAGR เราปรับประมาณการปี 2022-2025 ขึ้น 5-26% แต่ยังคงต่ำกว่าเป้าของบริษัท ประมาณการใหม่ของเราได้รวมประโยชน์ที่จะได้จากการซื้อโรงงานเทวาฟาร์มา (กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น การรับจ้างผลิตมากขึ้น) และเพิ่มยอดขายของผลิตภัณฑ์กัญชงบางส่วน ทำให้คาดการณ์ปี 2021-2025 โตเฉลี่ย 22.4% CAGR กำไรโตเฉลี่ย 26.7% CAGR สูงกว่าประมาณการเดิมที่คาดการณ์ +21.7% CAGR

การปรับสมมติฐานผลประกอบการปี 2022-2025

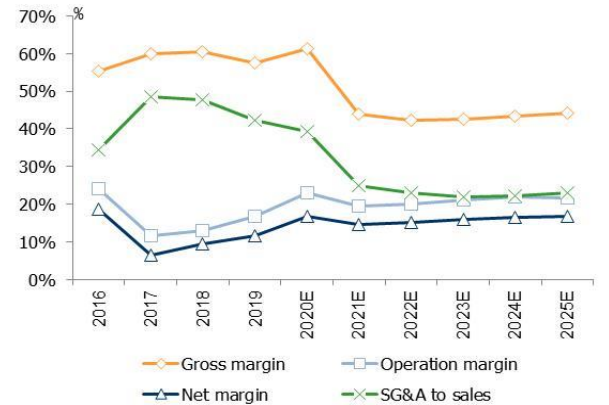
(Btm)	2022E			2023E			2024E			2025E		
	Old	New	% chg.	Old	New	% chg.	Old	New	% chg.	Old	New	% chg.
Revenue	849	942	11.0	954	1,141	19.6	1,069	1,367	27.9	1,212	1,607	32.6
Cost of sales	479	542	13.2	536	655	22.2	600	772	28.7	682	897	31.5
Gross profit	370	399	7.8	418	486	16.3	469	595	26.9	530	710	34.0
Gross margin (%)	43.6	42.4	-1.2	43.8	42.6	-1.2	43.9	43.5	-0.4	43.8	44.2	0.4
SG&A	195	217	11.3	210	251	19.5	224	304	35.7	242	370	52.9
SG&A % to sales	23.0	23.0	0.0	22.0	22.0	0.0	21.0	22.2	1.2	22.0	23.0	1.0
EBIT	179	187	4.5	213	241	13.1	250	298	19.2	294	348	18.4
EBIT margin (%)	21.1	19.9	-1.2	22.3	21.1	-1.2	23.4	21.8	-1.6	24.3	21.7	-2.6
Net profit	135	141	4.4	160	182	13.8	189	227	20.1	226	268	18.6
Net margin (%)	15.9	15.0	-0.9	16.8	15.9	-0.9	17.7	16.6	-1.1	18.6	16.6	-2.0
Profit growth (%)	31.1	36.0	4.9	18.9	28.7	9.8	18.1	24.7	6.6	19.2	18.1	-1.1

ที่มา: Finansia estimates

ประมาณการรายได้ปี 2020-2022



อัตรากำไร

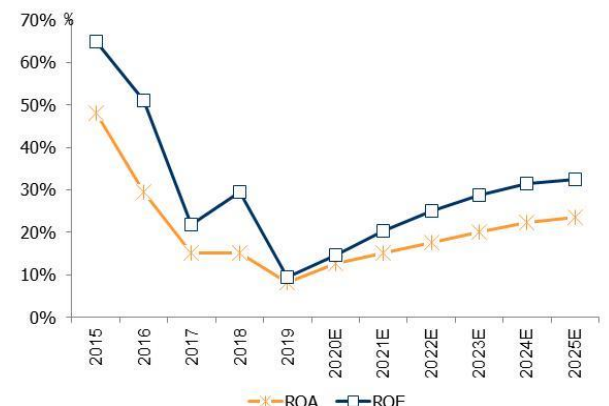


ที่มา: Finansia estimates

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2020-2022



ROA และ ROE



ที่มา: Finansia estimates

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 23.00 บาท แนะนำซื้อ

จากประมาณการกำไรที่ปรับขึ้น และปรับ Terminal growth rate ขึ้นจากเดิม 3.5% เป็น 4.0% ทำให้ราคาเป้าหมายถูกปรับขึ้นเป็น 23.0 บาทจากเดิม 18.0 บาทถึง DCF, WACC 9.2%, TG 4.0% ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น 2021 Implied PE ที่สูงถึง 44.6 เท่า บนคาดการณ์ 2021 EPS ที่ 0.50 บาท ซึ่งยังไม่มีผลของการซื้อโรงงานทเวาฟาร์มาและผลิตภัณฑ์กัญชงมากนัก แต่หากเทียบ EPS ปี 2022 ที่สะท้อนกำลังการผลิตของโรงงานใหม่เต็มปีและมีผลิตภัณฑ์กัญชงมากขึ้น PE จะลดลงอย่างรวดเร็วเป็น 33.5 เท่า เรายังคงแนะนำซื้อ

DCF Approach

(Btm)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
FCFF	187	159	226	308	280	335
Cost of equity	11.0%					
Cost of debt	3.0%					
Long term growth	4.0%					
Beta	0.73					
WACC	9.2%					
Sum of PV FCFF	1,094					
PV of Terminal value	3,338					
Total PV	4,668					
Net debt	0					
Value of equity	4,668					
Per share value (Bt)	22.66					

ที่มา: Finansia Research

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	942
Cost of sales	125	157	163	400	542
Gross profit	192	214	258	315	399
SG&A	152	157	165	179	217
Operating profit	40	57	92	136	183
Other income	1	5	5	4	5
EBIT	41	62	97	140	187
EBITDA	43	64	101	160	207
Interest charge	0	1	1	1	2
Tax on income	11	14	19	28	37
Earnings after tax	30	47	77	111	149
Minority interest	1	-4	-7	-7	-7
Normalized earnings	30	43	70	104	141
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	30	43	70	104	141

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	2,015	934	70	104	141
Deprec. & amortization	991	1,021	3	20	19
Change in working capital	-666	494	-62	-142	-136
Other adjustments	-208	-119	21	179	214
Cash flow from operations	2,132	2,331	33	161	239
Capital expenditure	-845	-575	-270	-145	-88
Others	48	-155	0	0	0
Cash flow from investing	-797	-730	-270	-145	-88
Free cash flow	1,335	1,601	-237	16	151
Net borrowings	191	-847	-1	6	4
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-1,299	-1,152	-42	-62	-85
Others	17	-28	0	0	0
Cash flow from financing	-1,092	-2,026	-43	-57	-81
Net change in cash	243	-425	-281	-41	69

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	32	343	62	21	91
Accounts receivable	87	112	150	161	175
Inventory	54	50	52	104	135
Other current assets	2	0	1	11	14
Total current assets	176	505	265	297	416
Investments	6	5	5	5	25
PPE	11	10	280	351	336
Other assets	4	7	10	16	22
Total assets	195	526	559	688	799
Short-term loans	12	9	0	0	0
Accounts payable	68	38	53	115	163
Current maturities	0	0	0	0	2
Other current liabilities	8	9	7	19	25
Total current liabilities	87	56	60	134	191
Long-term debt	0	0	0	20	18
Other non-current liab.	1	4	8	13	17
Total non-current liab.	1	4	8	33	35
Total liabilities	88	60	69	167	226
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	152
Others	22	22	22	15	15
Minority Interests	6	10	10	10	11
Shareholders' equity	101	456	480	510	563

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	28.1	17.2	13.1	70.2	31.7
EBITDA	44.7	49.1	57.5	58.7	29.5
Net profit	86.5	46.5	61.7	47.8	36.0
Normalized earnings	86.5	46.5	61.7	47.8	36.0
Profitability (%)					
Gross profit margin	60.5	57.6	61.3	44.0	42.4
EBITDA margin	13.5	17.2	23.9	22.3	21.9
EBIT margin	12.9	16.6	23.1	19.5	19.9
Normalized profit margin	9.4	11.7	16.7	14.5	15.0
Net profit margin	9.4	11.7	16.7	14.5	15.0
Normalized ROA	15.2	8.3	12.6	15.1	17.7
Normalized ROE	29.5	9.5	14.7	20.4	25.1
Normalized ROCE	37.8	13.2	19.5	25.2	30.8
Risk (x)					
D/E	0.9	0.1	0.1	0.3	0.4
Net D/E	0.6	-0.6	0.0	0.3	0.2
Net debt/EBITDA	0.3	-5.2	-0.6	-0.0	-0.3
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.27	0.28	0.34	0.50	0.69
Normalized EPS	0.27	0.28	0.34	0.50	0.69
EBITDA	0.39	0.41	0.49	0.77	1.00
Book value	0.77	2.21	2.33	2.48	2.73
Dividend	0.00	0.19	0.20	0.30	0.41
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	72.6	70.0	57.4	38.9	28.6
Norm P/E	72.6	70.0	57.4	38.9	28.6
P/BV	25.3	8.9	8.4	7.9	7.2
EV/EBITDA	59.8	58.0	39.6	25.3	19.2
Dividend yield (%)	0.0	0.9	1.0	1.5	2.1

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>สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ 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 เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ 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 มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p>สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p>สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</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.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ บูตดิเลทที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</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.อุดรชัย ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</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.ระกาสุมอราย 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.รุสะมีแล 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 ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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, LI, 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 2020

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 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC