

SMD (SMD TB)

บมจ. เซนต์เมด

IPO

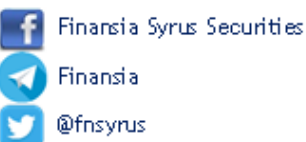
2021 Target Price (Bt)	9.20
IPO Price (Bt)	7.20
Up/downside (%)	+27.8
SET Index	1,624.79
Sector	mai
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.01
Free float (%)	44.19
Market cap (Bt m)	1,540.80
Issuer	SMD
No. of IPO (mn shares)	54.0
Par value (Bt)	0.50
Subscription period	9-11 June 2021
First day trading	17 June 2021
Financial Advisor	Capital One Partners
Lead Underwriter	Globex Securities PLC.

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	661	787	888	991
Normalized profit	78	93	111	127
Net profit	78	93	111	127
EPS (Bt) - norm	0.49	0.44	0.52	0.60
EPS (Bt) - reported	0.49	0.44	0.52	0.60
% growth y-y	28.6	-10.3	19.5	14.4
Dividend/share (Bt)	0.56	0.17	0.21	0.24
BV/share (Bt)	1.40	2.88	3.23	3.61
EV/EBITDA (x)	10.5	9.1	7.9	6.9
PER (x) - norm	14.8	16.5	13.8	12.1
PER (x)	14.8	16.5	13.8	12.1
PBV (x)	5.1	2.5	2.2	2.0
Dividend yield (%)	7.8	2.4	2.9	3.3
Norm ROE (%)	34.1	22.2	17.1	17.4
YE No. of shares (million)	160.0	214.0	214.0	214.0
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, Finansia estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท เซนต์เมด จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

Analyst: Veeravat Virochpoka
 Register No.: 047077
 Tel.: +662 646 9821
 Email: veeravat.v@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



เติบโตคู่อุตสาหกรรมการแพทย์ไทย

SMD เป็นตัวแทนจำหน่ายและผู้นำเข้าเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์จำหน่ายให้ทั้งภาครัฐและเอกชน มีจุดเด่นด้านสินค้าเวชภัณฑ์วิกฤต การช่วยเหลือและเวชศาสตร์การนอนหลับ ซึ่งได้ประโยชน์จาก COVID-19 ที่ยังระบาดทำให้งบรายจ่ายสาธารณสุขของประเทศเร่งตัวขึ้น รวมถึงแรงหนุนระยะยาวจากนโยบาย Medical Hub และสังคมผู้สูงอายุที่จะเกิดขึ้นเป็น Mega Trend ช่วยหนุนให้อุตสาหกรรมแพทย์ในประเทศไทยเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2021-2023 โตเฉลี่ย 18% CAGR ส่วนมูลค่าพื้นฐานเราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 9.20 บาท (อิง PE 21 เท่า)

ผู้นำเครื่องมือแพทย์ชั้นนำ เติบโตคู่การแพทย์ไทยและ Aging Society

SMD เป็นตัวแทนจำหน่ายเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์ โดยนำเข้าจากบริษัทชั้นนำของโลกกว่า 30 บริษัทและมีประสบการณ์นานกว่า 20 ปีและมีการเติบโตทั้งรายได้และกำไรอย่างต่อเนื่องในอดีต ซึ่งเรามองว่ายังคงได้ประโยชน์ตามการเติบโตของอุตสาหกรรมแพทย์ของไทยที่ขยายตัวจากทั้งสังคมผู้สูงอายุที่กำลังเกิดขึ้น นโยบาย Medical Hub ของภาครัฐ รวมถึงได้ประโยชน์ระยะสั้นจากการระบาดของ COVID-19 ซึ่งทำให้งบรายจ่ายของกระทรวงสาธารณสุขในปี 2021 ปรับเพิ่มขึ้นราว 6.1% Y-Y เพื่อสำหรับซื้อเครื่องมือและอุปกรณ์การแพทย์ดูแลประชาชน ซึ่งเป็นปัจจัยบวกต่อธุรกิจของ SMD ที่แข็งแกร่งด้านสินค้าเวชภัณฑ์วิกฤต และสินค้าการช่วยการหายใจและเวชศาสตร์การนอนหลับ

แบรนด์ผู้ผลิตแข็งแกร่ง ส่วน Sleep Lab และให้เข้าเครื่องมือหนุนระยะยาว

แบรนด์ผู้ผลิตที่ SMD เป็นตัวแทนจำหน่ายมีชื่อเสียงอย่างมากและได้รับการยอมรับจากวงการแพทย์ทั่วโลก ได้แก่ Mindray RedMed Hillrom ซึ่ง SMD มีความสัมพันธ์อันดีและทำธุรกิจร่วมกันมายาวนานกว่า 20 ปี ส่วนการลงทุน Sleep Lab ในพื้นที่ศูนย์การแพทย์กาญจนาภิเษกจะช่วยสร้างรายได้บริการส่วนเพิ่มและเป็นประโยชน์ต่อธุรกิจขายทางอ้อม ขณะที่ธุรกิจให้เข้าเครื่องมือแพทย์จะช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันและปิดความเสี่ยงเรื่องการลงทุนบำรุงรักษาหลังจกหมดระยะเวลาประกันกรณีขายสินค้าปกติ เรามองเป็นปัจจัยบวกต่อการเติบโตในระยะยาว

คาดการณ์กำไรปี 2021-2023 โตเฉลี่ย 18% CAGR

จากปัจจัยบวกที่กล่าวไปข้างต้น เราคาดว่าจะทำให้ผลการดำเนินงานของ SMD ยังคงอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นและเติบโตทำจุดสูงสุดใหม่ได้อย่างต่อเนื่อง โดยคาดการณ์จากการขายและบริการปี 2021-2023 เติบโตเฉลี่ย 14.5% CAGR ส่วนด้าน Margin คาดทยอยขยายตัวจากผลของ Operating Leverage ส่งผลให้ในแง่กำไรสุทธิคาดเติบโตเร็วกว่ารายได้ที่ 17.9% CAGR โดยในปี 2021 เราคาดการณ์กำไรสุทธิที่ 93 ลบ. +19.9% Y-Y

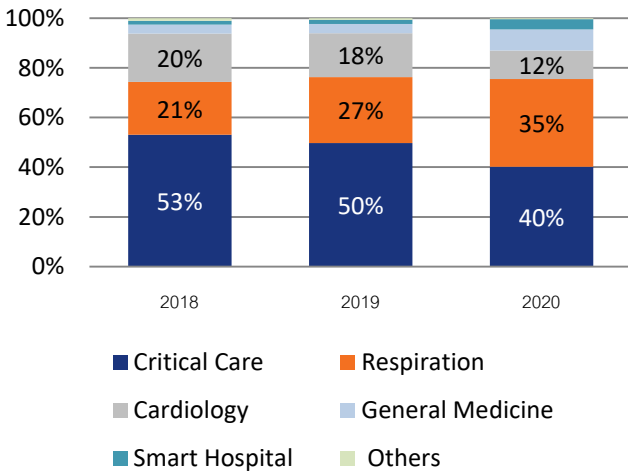
ประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 9.20 บาท

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ของ SMD ที่ 9.20 บาท อิง PE ราว 21 เท่า มี Premium เล็กน้อยจากผู้เล่นที่มีธุรกิจใกล้เคียงกันอย่าง BIZ TM WINMED แต่ Discount จากกลุ่มผู้ผลิตเครื่องมือแพทย์อย่าง Mindray ResMed Hillrom โดยที่ระดับ PE ดังกล่าวคิดเป็น PEG 1.17 เท่า

Company Overview

SMD ดำเนินธุรกิจเป็นตัวแทนจำหน่ายเครื่องมือแพทย์และอุปกรณ์ทางการแพทย์ โดยนำเข้าจากผู้ผลิตชั้นนำของโลก โดยปัจจุบันเป็นตัวแทนจำหน่ายภายใต้ตราสินค้าของผู้ผลิตกว่า 30 ราย เช่น Mindray ResMed และ Hillrom เป็นต้น โดยสามารถแบ่งสินค้าได้เป็น 6 กลุ่มได้แก่

1. กลุ่มเวชบำบัดวิกฤต (Critical Care)
2. กลุ่มการช่วยหายใจและเวชศาสตร์การนอนหลับ (Respiration)
3. กลุ่มหทัยวิทยา (Cardiology)
4. กลุ่มเครื่องมือแพทย์ทั่วไป (General Medicine Device)
5. กลุ่มสินค้า Smart Hospital
6. กลุ่มอื่นๆ (Others)



Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ของ SMD ที่ 9.20 บาท โดยอิง Target PE 21 เท่า โดยมี Premium เล็กน้อยจากค่าเฉลี่ยของผู้เล่นที่มีธุรกิจใกล้เคียงกันในประเทศ ได้แก่ BIZ TM WINMED แต่มี Discount จากกลุ่มผู้ผลิตเครื่องมือและอุปกรณ์การแพทย์ในต่างประเทศที่ SMD เป็นตัวแทนจำหน่ายหนักคือ Mindray ResMed Hillrom

โดยที่ระดับ Target PE ดังกล่าวเทียบกับการเติบโตของกำไรปี 2021-2023 ของ SMD ที่ 17.9% CAGR จะคิดเป็น PEG ที่ 1.17 เท่า ซึ่งเรามองว่าสมเหตุสมผล

ESG

Environment

- SMD บริษัทมีนโยบายด้านสิ่งแวดล้อมถือเป็นแนวปฏิบัติอย่างเคร่งครัด อาทิ มีมาตรการลดผลกระทบสิ่งแวดล้อมในกิจกรรมต่างๆ ขององค์กร ทั้งนี้ เพื่อรักษาและดำรงไว้ซึ่งระบบนิเวศและสิ่งแวดล้อมของชุมชนที่บริษัทประกอบกิจการอยู่

Social

- SMD มีนโยบายให้ความสำคัญกับสิทธิมนุษยชนขั้นพื้นฐานเคารพต่อสิทธิและเสรีภาพด้วยการไม่เลือกปฏิบัติควบคู่ไปกับการส่งเสริมความเสมอภาค โดยการไม่แบ่งแยกเพศ ชนชั้น และไม่ใช้แรงงานเด็ก
- SMD พิจารณาความต้องการของชุมชนและส่งเสริมบุคลากรเพื่อเป็นหุ้นส่วนกับผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในท้องถิ่นรอบสถานประกอบการ ในด้านการพัฒนาการศึกษาวัฒนธรรม สังคม และมีส่วนในการปรับปรุงคุณภาพชีวิตของชุมชนให้ดีขึ้น
- SMD มีการดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคมอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด โดยได้จัดกิจกรรมเพื่อประโยชน์ต่อสังคม และสิ่งแวดล้อมสำหรับกิจกรรมหลากหลายรูปแบบ เช่น การบริจาคเงินให้แก่มูลนิธิรามาภิบาลทางการแพทย์ และโครงการมอบเครื่องกระตุกหัวใจไฟฟ้าชนิดอัตโนมัติ (Automated External Defibrillator : AED) เพื่อสังคม

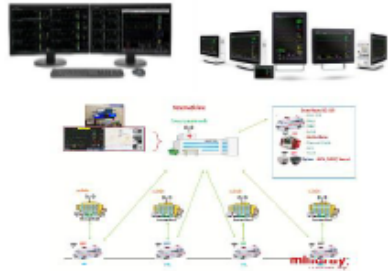


Governance

- SMD มีการรณรงค์การต่อต้านการทุจริตให้แก่บุคลากรในองค์กรเนื่องจากคณะกรรมการบริษัทเล็งเห็นความสำคัญของการต่อต้านการทุจริต จึงจัดทำนโยบายต่อต้านการทุจริตและคอร์รัปชันขึ้นเพื่อประกาศเจตนารมณ์ที่บริษัทจะต่อต้านการทุจริตทุกรูปแบบ และมุ่งหมายให้ทุกคนในองค์กรได้มีความเข้าใจเกี่ยวกับการต่อต้านการทุจริตภายใต้นโยบายเดียวกัน และผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทได้รับเจตนารมณ์ของบริษัทที่มุ่งมั่นต่อต้านการทุจริต
- ห้ามกรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน และลูกจ้างของบริษัทกระทำการอันใดที่เป็นอันการเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชันทุกรูปแบบเพื่อประโยชน์ทางตรงหรือทางอ้อมต่อตนเองครอบครัวเพื่อนและคนรู้จักไม่ว่าตนจะอยู่ในฐานะเป็นผู้รับผู้ให้หรือผู้เสนอให้สินบนทั้งที่เป็นตัวเงินหรือไม่เป็นตัวเงินแก่หน่วยงานของรัฐหรือหน่วยงานเอกชนที่บริษัทได้ดำเนินธุรกิจหรือติดต่อด้วยโดยจะปฏิบัติตามนโยบายต่อต้านการทุจริตอย่างเคร่งครัด

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท เซนต์เมต จำกัด (มหาชน) (SMD) ดำเนินธุรกิจเป็นตัวแทนจำหน่ายเครื่องมือแพทย์และอุปกรณ์ทางการแพทย์ โดยนำเข้าจากผู้ผลิตชั้นนำของโลก โดยปัจจุบันเป็นตัวแทนจำหน่ายภายใต้ตราสินค้าของผู้ผลิตกว่า 30 ราย เช่น Mindray ResMed และ Hillrom เป็นต้น โดยสามารถแบ่งสินค้าได้เป็น 6 กลุ่ม ได้แก่





1. สินค้ากลุ่มเวชบำบัดวิกฤต (Critical Care)

บริษัทผู้ผลิต	ชื่อผลิตภัณฑ์	คุณสมบัติและลักษณะการใช้งาน	รูปภาพผลิตภัณฑ์
Mindray (ประเทศจีน) mindray healthcare within reach	เครื่องเฝ้าติดตามการทำงานของหัวใจและสัญญาณชีพพร้อมระบบศูนย์กลางและระบบเทเลเมดิซีน	ใช้เชื่อมต่อชุดวัดสัญญาณชีพชนิดข้างเตียงผู้ป่วยเพื่อเก็บข้อมูลค่าสัญญาณชีพผู้ป่วยไว้ที่ชุดศูนย์กลางและใช้เพื่อส่งสัญญาณชีพจากภายนอกโรงพยาบาลมายังชุดศูนย์กลาง เพื่อให้แพทย์สามารถสั่งการรักษาผู้ป่วยได้	
	เครื่องตรวจอวัยวะภายในด้วยคลื่นเสียงความถี่สูง	ใช้สำหรับตรวจวินิจฉัยความผิดปกติของอวัยวะภายในช่องท้อง ท่อน้ำดี และหัวใจ	
	ชุดแขนอุปกรณ์ทางการแพทย์	ใช้สำหรับวางเครื่องมือทางการแพทย์พร้อมระบบก๊าซทางการแพทย์และระบบไฟฟ้า เพื่อให้มีการจัดการพื้นที่ในการช่วยเหลือดูแลผู้ป่วยได้อย่างสะดวก	






2. สินค้ากลุ่มการช่วยหายใจและเวชศาสตร์การนอนหลับ (Respiration)

บริษัทผู้ผลิต	ชื่อผลิตภัณฑ์	คุณสมบัติและลักษณะการใช้งาน	รูปภาพผลิตภัณฑ์
ResMed (ประเทศออสเตรเลีย) ResMed	เครื่องช่วยหายใจซีแพพสำหรับผู้ป่วยนอนกรนและหยุดหายใจขณะนอนหลับ	ใช้สำหรับช่วยขยายช่องทางเดินหายใจเพื่อลดภาวะนอนกรนและหยุดหายใจขณะหลับ	
Somnomedics (ประเทศเยอรมนี) SOMNO medics	เครื่องตรวจวิเคราะห์ความผิดปกติขณะนอนหลับ	ใช้สำหรับตรวจบันทึกและวิเคราะห์ความผิดปกติต่างๆ ขณะนอนหลับ	
SenTec (สวีตเซอร์แลนด์) sentec	เครื่องเฝ้าติดตามความดันของก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ในเลือดผ่านทางผิวหนัง	ใช้สำหรับเฝ้าติดตามความดันของก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ในเลือดผ่านทางผิวหนังของผู้ป่วยขณะหลับ	



3. กลุ่มหทัยวิทยา (Cardiology)

บริษัทผู้ผลิต	ชื่อผลิตภัณฑ์	คุณสมบัติและลักษณะการใช้งาน	รูปภาพผลิตภัณฑ์
Hill-Rom (ประเทศสหรัฐอเมริกา) 	เครื่องตรวจคลื่นไฟฟ้าหัวใจ 12 ลีด	ใช้สำหรับตรวจคลื่นไฟฟ้าหัวใจผู้ป่วยขณะพัก	
	เครื่องบันทึกคลื่นไฟฟ้าหัวใจชนิดพกพาติดตัว 24 ชั่วโมง	ใช้สำหรับบันทึกคลื่นไฟฟ้าหัวใจตลอด 24 ชั่วโมง	
	เครื่องทดสอบสมรรถภาพหัวใจขณะออกกำลังกาย	ใช้สำหรับตรวจคลื่นไฟฟ้าหัวใจผู้ป่วยขณะออกกำลังกาย	

4. กลุ่มเครื่องมือแพทย์ทั่วไป (General Medicine Device)

บริษัทผู้ผลิต	ชื่อผลิตภัณฑ์	คุณสมบัติและลักษณะการใช้งาน	รูปภาพผลิตภัณฑ์
Mindray (ประเทศจีน) 	โคมไฟผ่าตัด	ใช้ส่องสว่างตรงจุดที่ต้องการทำการผ่าตัดผู้ป่วยภายในห้องผ่าตัด	
	เตียงผ่าตัด	ใช้เป็นเตียงสำหรับผ่าตัดผู้ป่วย	
Welch Allyn (ประเทศสหรัฐอเมริกา) 	โคมไฟทำหัตถการเล็ก	ใช้เป็นโคมไฟส่องสว่างสำหรับการทำหัตถการเล็ก	

5. กลุ่มสินค้าสมาร์ตฮอस्पิตอล (Smart Hospital)

บริษัทผู้ผลิต	ชื่อผลิตภัณฑ์	คุณสมบัติและลักษณะการใช้งาน	รูปภาพผลิตภัณฑ์
Sonka (ประเทศจีน) 	เครื่องวิเคราะห์ดัชนีมวลกาย (BMI Analyzer)	ใช้สำหรับวัดน้ำหนัก ส่วนสูง และวิเคราะห์ดัชนีมวลกาย องค์ประกอบร่างกาย ความดันโลหิตแบบสอดแขน อุณหภูมิร่างกายและปริมาณความอึดตัวของออกซิเจนในเลือด พร้อมระบบเชื่อมต่อเข้า HIS ของโรงพยาบาล	

6. กลุ่มอื่นๆ (Others)

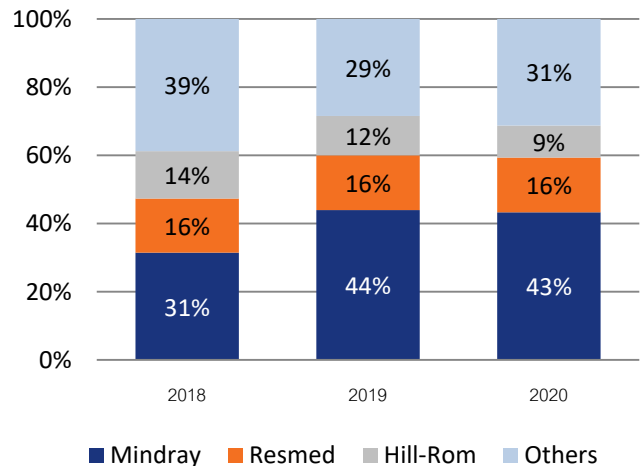
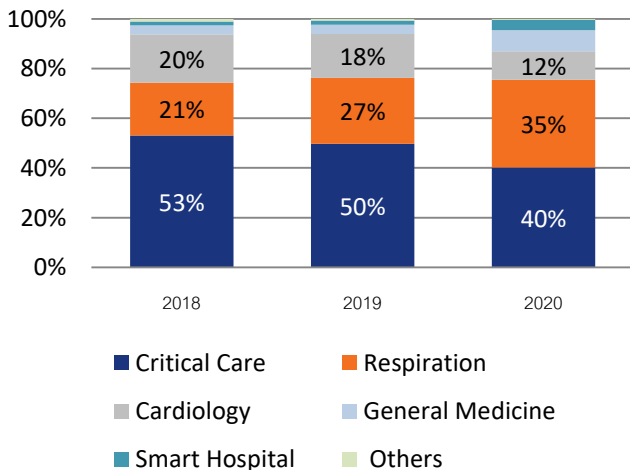
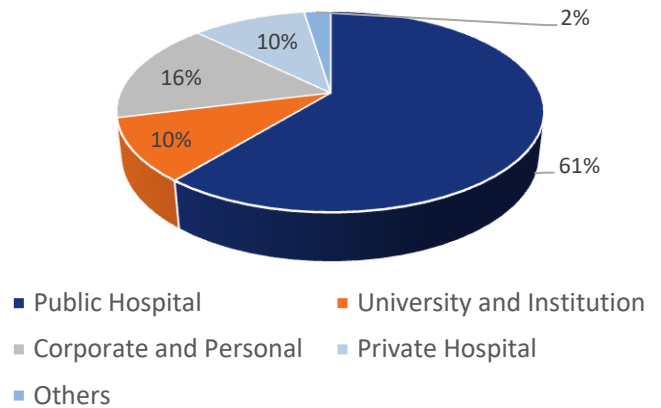
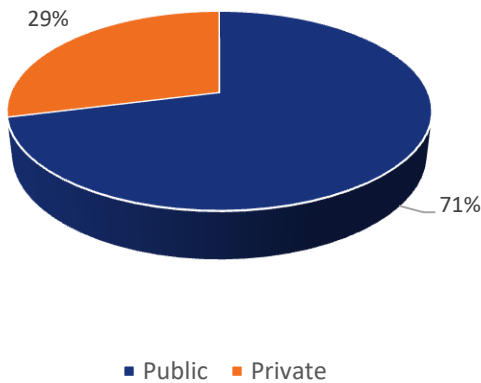
บริษัทผู้ผลิต	ชื่อผลิตภัณฑ์	คุณสมบัติและลักษณะการใช้งาน	รูปภาพผลิตภัณฑ์
ซื้อจากตัวแทนจำหน่าย ในประเทศไทย	แบตเตอรี่	ใช้สำหรับให้พลังงานแก่เครื่องมือแพทย์บางชนิด เช่น เครื่องกระตุ้นหัวใจ เครื่องมอนิเตอร์	
	เจล	ใช้สำหรับทาผิวชุดแผ่นนำไฟฟ้าแบบมือจับเพื่อเพิ่ม การนำไฟฟ้าในการกระตุ้นหัวใจผู้ป่วย	

โครงสร้างรายได้

ในช่วงปี 2018-2020 ที่ผ่านมารายได้จากการขายส่วนใหญ่ราว 60-70% มาจากลูกค้าภาครัฐ ส่วนอีก 30-40% มาจากภาคเอกชน ซึ่งสอดคล้องกับโครงสร้างระบบสาธารณสุขของประเทศที่จำนวนเตียงส่วนใหญ่เป็นโรงพยาบาลภาครัฐ โดยหากจำแนกโดยละเอียดปี 2020 SMD มีสัดส่วนรายได้จากการขายจากโรงพยาบาลรัฐราว 61% มหาวิทยาลัยและสถาบันราว 10% โรงพยาบาลเอกชนราว 10% นิติบุคคลและบุคคลทั่วไปราว 16% และที่เหลืออีกราว 3% มาจากกลุ่มอื่นๆ

นอกจากนี้หากพิจารณาตามกลุ่มสินค้า พบว่ารายได้จากการขายส่วนใหญ่มาจาก 2 กลุ่มสินค้าหลักคือ กลุ่มเวชภัณฑ์วิกฤตและกลุ่มการช่วยหายใจและเวชศาสตร์การนอนหลับ หากย้อนกลับไปดูปี 2018-2019 พบว่ากลุ่มเวชภัณฑ์วิกฤตจะมีสัดส่วนรายได้จากการขายราว 50-53% ขณะที่กลุ่มการช่วยหายใจและเวชศาสตร์การนอนหลับอยู่ที่ราว 21-27% อย่างไรก็ตามจากการระบาดของ COVID-19 ส่งผลให้ในปี 2021 รายได้จากกลุ่มการช่วยหายใจและเวชศาสตร์การนอนหลับปรับเพิ่มขึ้นเป็น 35% ขณะที่รายได้ส่วนที่เหลืออีกราว 20-25% มาจากรายได้ในกลุ่มสินค้าอื่นๆ

Revenue Breakdown



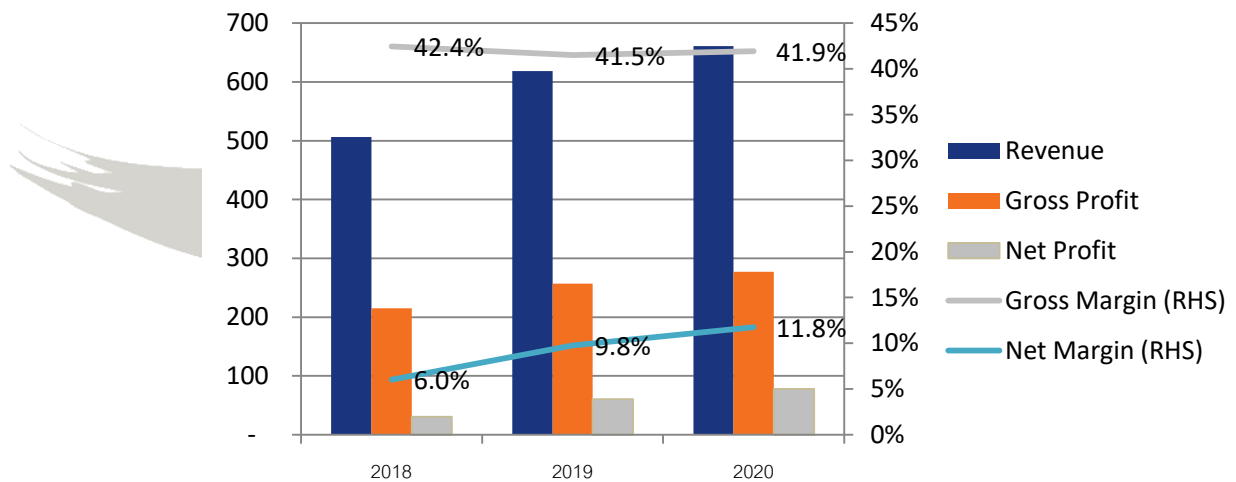
Source: Company Data

ผลการดำเนินงานในอดีต

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2018-2020) SMD มีรายได้จากการขายเติบโตอย่างต่อเนื่องเฉลี่ย 14.3% CAGR โดยในปี 2019 รายได้เติบโตแรง +22.3% Y-Y และกระจายในทุกกลุ่มสินค้า ขณะที่ปี 2020 เติบโตชะลอลงมาเหลือ 6.8% Y-Y แต่หลักๆเกิดจากรายได้ในกลุ่มเวชภัณฑ์ที่หดตัว -13.8% Y-Y ซึ่งลูกค้าหลักคือภาครัฐนั้นได้มีการโยกเม็ดเงินไปยัง ส่วนของสินค้ากลุ่มการช่วยหายใจและเวชศาสตร์การนอนหลับซึ่งเติบโตเร็วตัวขึ้นอย่างมีนัยยะเป็น +41.4% Y-Y โดยได้ อานิสงส์เชิงบวกจากการระบาดของ COVID-19 ซึ่งเป็นโรคระบบทางเดินหายใจและหนุนความต้องการเครื่องมือในกลุ่มดังกล่าว นอกจากนี้กลุ่มสินค้า Smart Hospital มียอดขายโตแรง +166.4% Y-Y ในปี 2020 อย่างไรก็ตามยังเป็นสัดส่วนที่ไม่ใหญ่

ในด้าน Gross Margin SMD สามารถจัดการได้ค่อนข้างดีโดยปี 2018-2020 ค่อนข้างคงที่อยู่ที่ในกรอบ 41.5-42.4% แม้ว่า สัดส่วนรายได้ในกลุ่มสินค้าจะมีการเปลี่ยนแปลงในแต่ละช่วงเวลา ซึ่งเป็นผลจากการกำหนดเป้าหมายทั้งยอดขายและ Margin โดยวิธี Cost Plus ขณะที่สัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ทยอยลดลงอย่างต่อเนื่องจาก 31.6% ในปี 2018 เหลือ 26% ในปี 2020 โดยหลักๆเกิดจากผลของ Operating Leverage โดยในส่วนของค่าใช้จ่ายในการบริหารส่วนมาก เป็นค่าใช้จ่ายที่ค่อนข้างคงที่และเพิ่มขึ้นในอัตราต่ำกว่าการเติบโตของรายได้ ส่งผลให้กำไรสุทธิปี 2018-2020 เติบโต เฉลี่ย 59.6% CAGR สูงกว่าการเติบโตของรายได้

Historical Performance



Source: Company Data

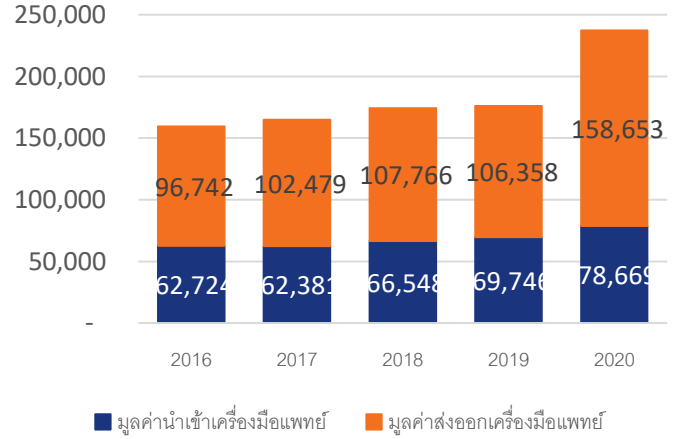
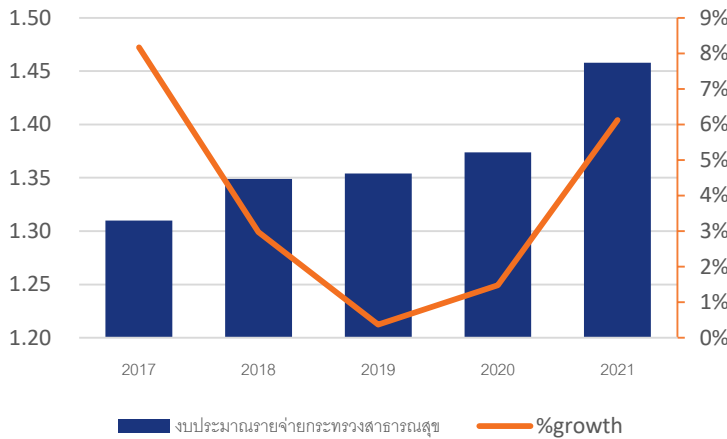
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ปี 2021 ยังได้อานิสงส์จากการดูแลและความคุ้มครองระบาดของ COVID-19 จากงบประมาณภาครัฐ

ในปี 2017-2021 งบประมาณรายจ่ายกระทรวงสาธารณสุขมีสัดส่วนอยู่ระหว่าง 4.3-4.8% ของงบประมาณรายจ่ายประจำปี ทั้งหมดและมีเม็ดเงินเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุดสำหรับปี 2021 เร่งตัวขึ้น 6.1% Y-Y เป็น 1.46 แสนลบ. ซึ่งเป็นผล จากการระบาดของ COVID-19 ที่ยังมีอยู่อย่างต่อเนื่อง ทำให้ต้องมีการเพิ่มงบประมาณในการจัดซื้ออุปกรณ์การแพทย์ ต่างๆเพื่อรองรับและดูแลประชาชน รวมถึงนโยบายการเป็น Medical Hub ของโลกหลังการเปิดประเทศในอนาคต ซึ่ง ภาพอุตสาหกรรมดังกล่าวเป็นปัจจัยบวกต่อธุรกิจของ SMD โดยตรงโดยเฉพาะในสินค้ากลุ่มช่วยหายใจและเวชศาสตร์การ นอนหลับ นอกจากนี้หากพิจารณาจากมูลค่านำเข้าเครื่องมือแพทย์ พบว่ามีการเติบโตอย่างต่อเนื่องเฉลี่ย 5.8% CAGR ในช่วงปี 2016-2020 และการนำเข้าส่วนใหญ่เป็นกลุ่มครุภัณฑ์ทางการแพทย์ซึ่งคืออุปกรณ์ที่คงทน สอดคล้องกับการ เติบโตของรายได้และกำไรของ SMD ซึ่งคาดว่าจะยังมีทิศทางเติบโตสอดคล้องตามแนวโน้มดังกล่าว ส่วนการส่งออก เครื่องมือแพทย์ส่วนใหญ่ของไทยจะเป็นสินค้าในกลุ่มวัสดุทางการแพทย์ซึ่งเป็นสินค้าสิ้นเปลือง

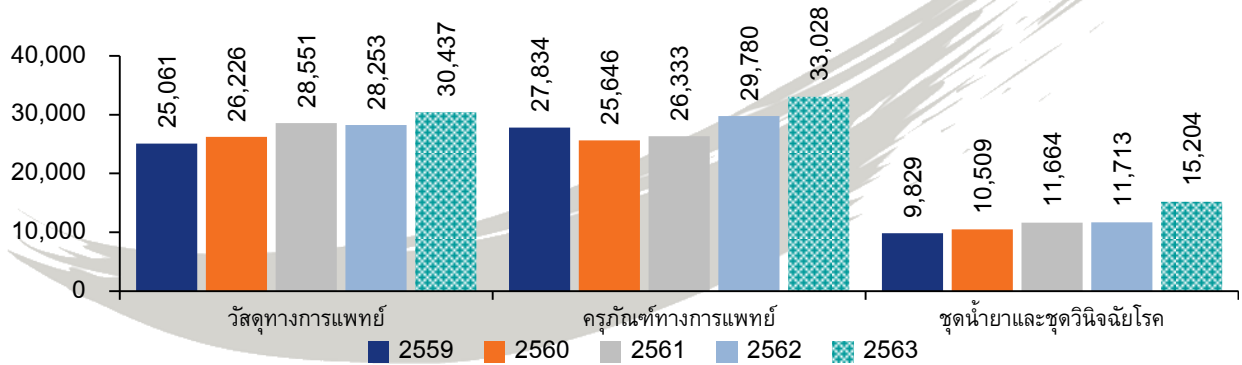
งบประมาณรายจ่ายกระทรวงสาธารณสุข (แสนลบ.)

มูลค่านำเข้า-ส่งออกเครื่องมือทางการแพทย์ (ลบ.)



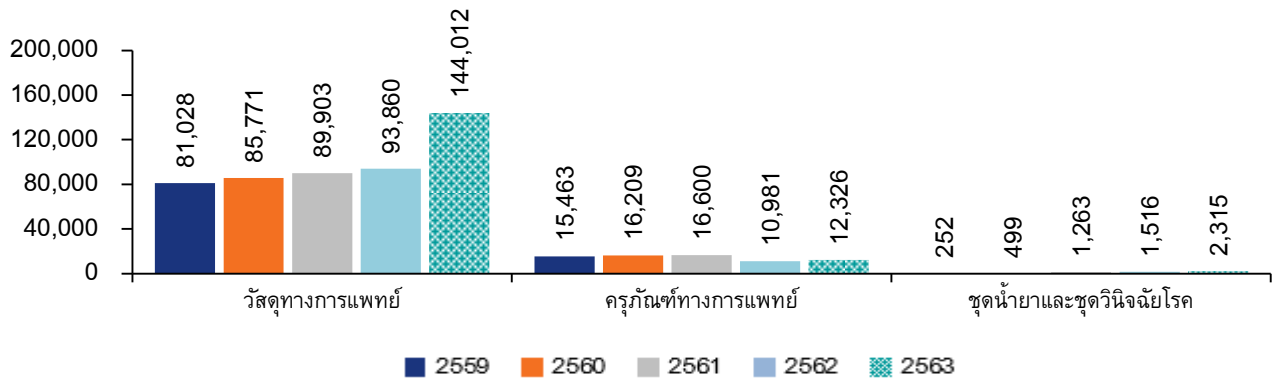
Source: สำนักงานงบประมาณ สำนักนายกรัฐมนตรี และ MeDIU

การนำเข้าเครื่องมือแพทย์ของไทยส่วนใหญ่เป็นครุภัณฑ์ทางการแพทย์



Source: MeDIU

การส่งออกเครื่องมือแพทย์ของไทยส่วนใหญ่เป็นวัสดุสิ้นเปลือง

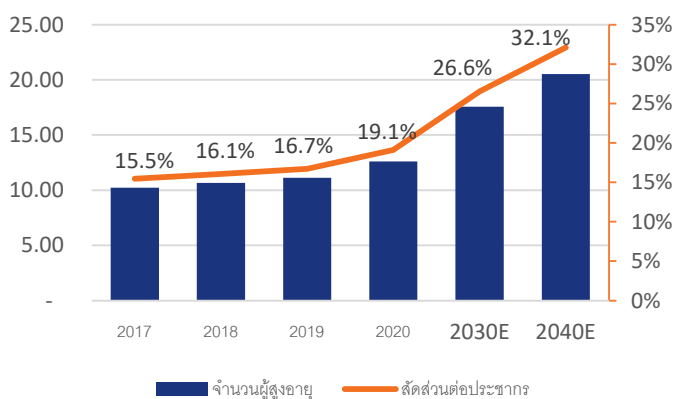


Source: MeDIU

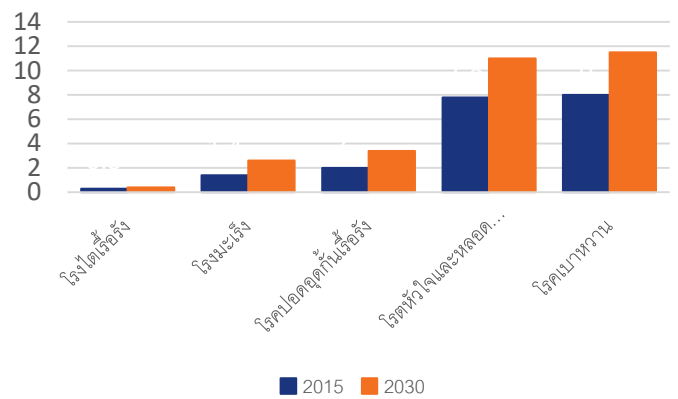
สังคมผู้สูงอายุและจำนวนผู้ป่วยโรคสำคัญมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นและหนุนความต้องการเครื่องมือแพทย์

หากพิจารณาโครงสร้างประชากรของไทยในระยะยาวที่กำลังก้าวเป็นสังคมผู้สูงอายุ จากสถิติของ NESDC คาดว่าสัดส่วนผู้สูงอายุต่อประชากรทั้งหมดจะเพิ่มขึ้นจาก 19.1% ณ ปัจจุบันพุ่งขึ้นเป็น 26.6% และ 32.1% ในปี 2030 และ 2040 ตามลำดับ ซึ่งจำนวนผู้สูงอายุที่มากขึ้นจะมาพร้อมกับโรคภัยไข้เจ็บที่มากขึ้นเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลอ้างอิงจาก ศูนย์วิจัยกรุงศรีที่ประเมินว่าจำนวนผู้ป่วยโรคสำคัญ 5 โรค ได้แก่ โรคไตเรื้อรัง โรคมะเร็ง โรคมะเร็ง โรคปอดอุดกั้นเรื้อรัง โรคหัวใจ และหลอดเลือด และโรคเบาหวานจะปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 48.2% ในปี 2030 เทียบกับปี 2015 ซึ่งจำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลต่อความต้องการใช้เครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์ที่จะเติบโตในระยะยาวและเป็น Mega Trend ทำให้เราคาดว่า SMD จะได้อานิสงส์เชิงบวกในแง่ของการขยายตัวของภาคธุรกิจโรงพยาบาลทั้งรัฐและเอกชนเพื่อรองรับความต้องการที่จะเพิ่มขึ้น และหนุนให้เกิดการสั่งซื้อเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์เพิ่มตามมา

สัดส่วนผู้สูงอายุเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง



จำนวนผู้ป่วยโรคสำคัญอยู่ในทิศทางขาขึ้นตามโครงสร้างประชากร



Source: NESDC

Source: ศูนย์วิจัยกรุงศรี

การแข่งขันในอุตสาหกรรมเป็นผู้เล่นมากมาย แต่ SMD มีจุดเด่นด้านผลิตภัณฑ์

ในแง่ของคู่แข่ง SMD สามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภทคือ ผู้ประกอบการผลิตเครื่องมือแพทย์ และผู้ประกอบการขายส่งเครื่องมือแพทย์ โดยปัจจุบันเป็นตลาดมากมาย โดยมีจำนวนสูงถึง 450 รายและ 2,802 ราย ตามลำดับ ซึ่งแม้จะเป็นตลาดที่มี Barrier to Entry ต่ำ แต่หากนับเฉพาะผู้เล่นที่ตัวแทนจำหน่ายเครื่องมือแพทย์พบว่ามียู 11 ราย ซึ่งหากเปรียบเทียบตามขนาดของรายได้ พบว่า SMD อยู่ในระดับกลางโดยมีรายได้ในช่วง 500-1,000 ลบ. อย่างไรก็ตามเราคาดว่าจุดแข็งจากการเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าของบริษัทผู้ผลิตต้นๆของโลกกว่า 30 บริษัท มีความสัมพันธ์ที่ดีกับ Supplier เนื่องจากทำธุรกิจร่วมกันมาอย่างยาวนานกว่า 20 ปี มีความเชี่ยวชาญและมี Track Record ที่ดีทั้งกลุ่มลูกค้าภาครัฐและเอกชน รวมถึงมีความเชี่ยวชาญและชำนาญโดยเฉพาะกลุ่มสินค้าเวชบำบัดวิกฤตและสินค้ากลุ่มช่วยการหายใจและเวชศาสตร์การนอนหลับ ซึ่งเป็นสัดส่วนรายได้หลักรวมกันกว่า 75% ทำให้สามารถให้บริการหลังการขายได้อย่างมีประสิทธิภาพซึ่งเป็นประโยชน์ในแง่ความสามารถในการแข่งขัน

Competitors

ลำดับ	บริษัท	รายได้ปี 2019 (ลบ.)	ตัวอย่างผลิตภัณฑ์
1	บริษัท เมดิทอป จำกัด	1,963	- กลุ่มเครื่องช่วยหายใจ เครื่องมือในห้องผ่าตัด เครื่องมือ โรคไต เครื่องมือเกี่ยวกับหลอดเลือด เครื่องมือด้าน โรคหัวใจ
2	บริษัท โซวิค จำกัด	1,530	- กลุ่มสินค้าด้านเวชบำบัดวิกฤต เต็มผู้ป่วยควบคุมด้วย ระบบไฟฟ้า
3	บริษัท อี ฟอร์ แอล เอ็ม จำกัด (มหาชน)	1,519	- กลุ่มสินค้าด้านเวชบำบัดวิกฤต สินค้าด้านการช่วย หายใจและเวชศาสตร์การนอนหลับ สินค้าใช้สำหรับเด็ก และทารกแรกเกิด
4	บริษัท ไอดีเอส เมดิคอล ซิสเต็มส์ (ประเทศไทย) จำกัด	1,139	- กลุ่มสินค้าด้านเวชบำบัดวิกฤต สินค้าด้านการช่วย หายใจและเวชศาสตร์การนอนหลับ
5	บริษัท เกทท์ทิงเก (ไทยแลนด์) จำกัด	919	- เครื่องช่วยหายใจ เต็มผ่าตัด โคมไฟผ่าตัด
6	บริษัท เซนต์เมด จำกัด (มหาชน)	619	
7	บริษัท สยาม ฮอสปิตาล ซัพพลาย จำกัด	369	- เครื่องช่วยหายใจแรงดันบวก อุปกรณ์ตรวจหู ตา คอ จมูก ไฟส่องตรวจ เต็มผู้ป่วย อุปกรณ์ประกอบเครื่องช่วย หายใจและดมยาสลบ
8	บริษัท เกทเวย์ เฮลท์แคร์ จำกัด	273	- เครื่องช่วยหายใจ เครื่องติดตามการทำงานของหัวใจ และสัญญาณชีพ เครื่องควบคุมการให้สารละลายทาง หลอดเลือด เครื่องกระตุ้นหัวใจไฟฟ้าแบบเอาดีตี
9	บริษัท โมเตอร์นฟอร์มเฮลท์แอนด์แคร์ จำกัด (มหาชน)	272	- เต็มผู้ป่วย เต็มผ่าตัด โคมไฟผ่าตัด
10	บริษัท เมดิคอลอินเทนซีฟแคร์ จำกัด	206	- กลุ่มสินค้าด้านการช่วยหายใจและเวชศาสตร์การนอน หลับ
11	บริษัท ลาโบรอน เมดิคอล จำกัด	34	- สินค้าสมาร์ทฮอสพิทอล เครื่องตรวจคลื่นไฟฟ้าหัวใจ เครื่องติดตามสัญญาณชีพและการทำงานของหัวใจ ชุด ปกป้องร่างกาย
12	บริษัท เอ็กซ์เปอร์ต เทคโนโลยี ดีเวลลอป मेंท์ จำกัด	3	- สินค้าสมาร์ทฮอสพิทอล

Source: Filling

Sleep Lab สร้างรายได้บริการเสริม ส่วนการให้เช่าเครื่องมือแพทย์ช่วยเพิ่มความได้เปรียบในการแข่งขัน

SMD ได้เริ่มเปิดศูนย์ตรวจการนอนหลับ (Sleep Lab) ที่ศูนย์การแพทย์กาญจนาภิเษก คณะแพทยศาสตร์ศิริราชพยาบาล มหาวิทยาลัยมหิดลตั้งแต่ปลายปี 2020 ที่ผ่านมา โดยปัจจุบันสามารถให้บริการได้ 4 เตียง และมีแผนที่จะทยอยขยายกำลังการให้บริการเพิ่มเติมให้ได้อย่างน้อย 8 เตียงตรวจต่อโครงการต่อปีในระยะเวลา 3 ปีข้างหน้า (2021-2023) ซึ่งปัจจุบันมีความต้องการในการใช้บริการจำนวนมากเนื่องจากปัจจุบันผู้บริโภคเริ่มให้ความสำคัญกับการนอนกรนและการหยุดหายใจในเวลานอนหลับมากขึ้น แม้จะไม่มีนัยยะมากนัก (คาดปี 2021 ราว 6-7 ลบ.) แต่คาดว่า SMD จะได้ประโยชน์ทางอ้อมจากการขายสินค้าในกลุ่มเวชศาสตร์การนอนหลับแก่ผู้ป่วยที่เข้ามาใช้บริการ ซึ่งปัจจัยดังกล่าวจะเป็นแรงหนุนให้รายได้ของ SMD มีการเติบโตเพิ่มเติม รวมถึงเราประเมินว่ามีโอกาสที่ SMD จะขยาย Sleep Lab ในโรงพยาบาลอื่นๆ เพิ่มเติมในอนาคตเป็นปัจจัยหนุนการเติบโต ขณะที่การลงทุนเครื่องมือแพทย์ให้เช่าเราซึ่งหลักๆจะเป็นสินค้าที่ใช้ในปริมาณมากๆ เช่น เครื่องช่วยหายใจ เราคาดว่าจะช่วยลดความผันผวนของรายได้จากการขาย รวมถึงเป็นการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันและปิดความเสี่ยงเรื่องการต่อรองซ่อมบำรุงภายหลังหมดระยะเวลาประกันสินค้ากรณีเป็นการขายสินค้าในรูปแบบปกติ

โครงการศูนย์ตรวจการนอนหลับ ณ ศูนย์การแพทย์กาญจนาภิเษก



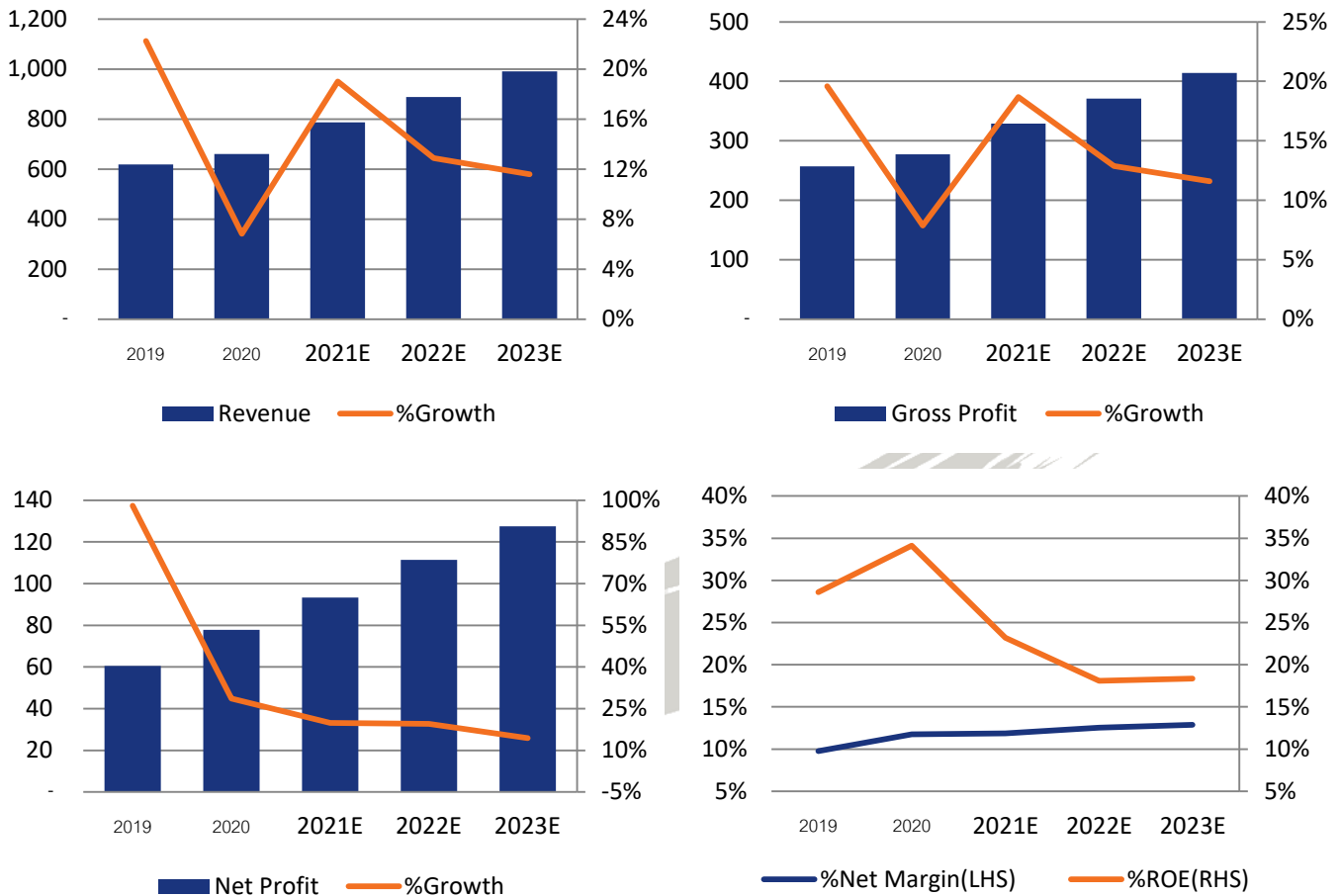
Source: SMD

คาดการณ์ปี 2021-2023 เติบโตแข็งแกร่ง 17.9% CAGR

เราคาดการณ์การดำเนินงานของ SMD ยังคงอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นและเติบโตทำจุดสูงสุดใหม่ได้อย่างต่อเนื่อง โดยด้านรายได้ในปี 2021-2023 คาดเติบโตเฉลี่ย 14.5% CAGR โดยเฉพาะปี 2021 ที่คาดเติบโตแรง +19% Y-Y เนื่องจากยังคงได้านิสงค์เชิงบวกจากการระบอบของ COVID-19 ซึ่งทำให้งบประมาณด้านสาธารณสุขของภาครัฐปรับเพิ่มขึ้นเพื่อใช้ในการดูแลประชาชน นอกจากนี้ยังมีแรงหนุนจากการเริ่มเปิดให้บริการ Sleep Lab และการขยายธุรกิจให้เช่าเครื่องมือแพทย์เป็นปัจจัยหนุน เราคาดกลุ่มสินค้าที่จะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตยังอยู่ในกลุ่มการช่วยหายใจและเวชศาสตร์การนอนหลับ ส่วนภาพระยะยาวเราประเมินว่าธุรกิจ SMD จะได้อานิสงค์จาก Mega Trend สังคมผู้สูงอายุและการขยายตัวของธุรกิจโรงพยาบาล

ส่วนด้าน Gross Margin ในปี 2021-2023 คาดว่ายังสามารถทรงตัวระดับสูงในกรอบ 41.8% และเป็นระดับที่ SMD สามารถ Maintain ได้ในอดีตซึ่งคาดว่าไม่ใช่เรื่องยากในการทำกำไร ขณะที่สัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อยอดขายคาดว่าจะทยอยปรับลดลงจาก 26.0% ในปี 2020 ลงเหลือ 25.6% ในปี 2023 จากผลของ Operating Leverage และถือว่ายังก่อนข้าง Conservative หากเปรียบเทียบกับในอดีตที่สัดส่วนดังกล่าวปรับลดลงในอัตราที่แรงกว่า ส่งผลให้ด้านกำไรสุทธิปี 2021-2023 ของ SMD คาดว่าจะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง +17.9% CAGR โดยสำหรับปี 2021 คาดอยู่ที่ 93 ลบ. +19.9% Y-Y ทำระดับสูงสุดใหม่

2020E-2022E Projection



Source: Company Data and Finansia Estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ SMD โดยเปรียบเทียบกับคู่แข่งในประเทศที่มีธุรกิจใกล้เคียงกัน ได้แก่ BIZ TM WINMED ซึ่งข้อมูลปี 2019-2020 พบว่ากลุ่มซื้อขายที่ระดับ PE และ PBV เฉลี่ยราว 19.4 เท่าและ 2.1 เท่า ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม หากเปรียบเทียบการเติบโตของทั้งรายได้ กำไร รวมถึง Margin จะเห็นได้ว่า SMD อยู่ในระดับที่ดีกว่าค่าเฉลี่ย เราจึงมองว่า SMD สมควรจะซื้อขายที่ระดับ Premium จากกลุ่ม

หากเปรียบเทียบกับผู้เล่นในต่างประเทศในกลุ่มผู้ผลิตอุปกรณ์และเครื่องมือแพทย์ที่ SMD เป็นตัวแทนจำหน่ายหลัก ได้แก่ Mindray ResMed และ Hillrom มีการซื้อขายที่ระดับ Forward PE และ PB ราว 41 เท่าและ 10 เท่า ตามลำดับ สูงกว่ากลุ่มที่เป็นตัวแทนจำหน่ายมาก รวมถึงมีระดับ Margin ที่สูงกว่าอย่างชัดเจน เราจึงมองว่า SMD ควรจะซื้อขายที่ระดับ Discount จากกลุ่มผู้ผลิต

จากข้อมูลข้างต้นเราจึงสรุปและประเมินใช้ระดับ Target PER ที่ 21 เท่า กำหนดราคาเป้าหมายปี 2021 ได้ที่ 9.20 บาท โดย ณ ระดับ Target PE ดังกล่าวเทียบกับการเติบโตของกำไรเฉลี่ยในปี 2021-2023 ที่ 17.9% CAGR คิดเป็น PEG ที่ 1.17 เท่า รวมถึงราคาเป้าหมายดังกล่าวเทียบกับ 2021PBV ที่ 3.4 เท่า มี Premium จากคู่แข่งในประเทศ เราจึงมองว่า Valuation ณ ระดับดังกล่าวสมเหตุสมผล

Local Peers Comparison

	Sale growth (%)		Gross margin (%)		NPAT growth (%)		Net margin (%)		ROE (%)		PER (x)		PBV (x)	
	19	20	19	20	19	20	19	20	19	20	19	20	19	20
SMD	22.3	6.8	41.5	41.9	98.1	28.6	9.8	11.8	28.6	34.1	-	-	-	-
WINMED	-4.2	7.8	48.1	46.8	nm	14.0	9.2	9.7	50.0	27.3	-	-	-	-
BIZ	10	4.3	25.4	17.7	13.4	-51.4	12.6	5.9	15.6	8.3	12.9	33.7	2	2.8
TM	6.5	-8.5	39.3	39.2	21.2	-40.4	8.7	5.6	9.3	9.2	12.6	18.5	1.7	1.7
Average	4.1	1.2	37.6	34.6	17.3	-25.9	10.2	7.1	25.0	14.9	12.8	26.1	1.9	2.3

Source: Bloomberg

Global Peers Comparison

	Sales Growth (%)		Gross margin (%)		NPAT Growth (%)		Net margin (%)		ROE (%)		PER (x)		PBV (x)	
	21	22	21	22	21	22	21	22	21	22	21	22	21	22
SMD	19.0	12.9	41.8	41.8	19.9	19.5	11.9	12.5	23.2	18.1	-	-	-	-
WINMED	24.9	34.6	47.2	46.0	32.1	70.5	10.3	13.0	13.6	21.6	-	-	-	-
Mindray	20.7	20.8	66.2	66.3	19.4	21.6	30.3	30.5	27.2	26.7	64.2	52.9	17.0	13.7
ResMed	6.9	8.4	59.1	59.1	9.4	7.0	24.0	23.7	26.4	24.2	40.0	37.3	9.7	8.5
Hillrom	1.2	4.0	51.5	52.0	4.5	10.0	13.3	14.1	20.7	19.4	19.8	18.0	3.9	3.4
Average	9.6	11.0	58.9	59.1	11.1	12.9	22.5	22.8	24.8	23.4	41.3	36.1	10.2	8.5

Source: Bloomberg

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

SMD มีทุนจดทะเบียน 107 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 80 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 160 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 54 ล้านหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 107 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 214 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

- 1) ใช้เป็นแหล่งเงินทุนสำหรับโครงการศูนย์ตรวจการนอนหลับ
- 2) ใช้เป็นแหล่งเงินทุนสำหรับการลงทุนในเครื่องมือแพทย์ให้เข้า
- 3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน
- 4) ใช้ชำระคืนเงินกู้จากสถาบันการเงิน

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ SMD

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
กลุ่มครอบครัวคุณวิเศษพงษ์	33.28%	24.88%
กลุ่มครอบครัววสุสุทธิกุลกานต์	24.00%	17.94%
กลุ่มครอบครัวบุญประสิทธิ์	24.00%	17.94%
กลุ่มครอบครัววงษ์วานสำอางค์	13.87%	10.37%
นางสาววิกรม ลาภปรารถนา	4.16%	3.11%
นางณัฐ์นรี สุวรรณรัตน์	0.69%	0.52%
ประชาชนทั่วไป	-	25.23%
รวม	100.00%	100.00%

Source: Company Data

นโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่า 30% ของกำไรสุทธิหลังหักสำรองตามกฎหมาย และเงินสำรองอื่นตามที่บริษัทกำหนด

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

1. ความเสี่ยงเกี่ยวกับด้านการดำเนินธุรกิจ

ได้แก่ ความเสี่ยงในการเป็นตัวแทนจำหน่ายเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์ ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้ผลิตเครื่องมือแพทย์และอุปกรณ์ทางการแพทย์รายใหญ่ ความเสี่ยงจากการยกเลิกการเป็นตัวแทนจำหน่าย ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้าภาครัฐ ความเสี่ยงในการปฏิบัติตามระเบียบ ข้อบังคับ และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม ความเสี่ยงจากการขยายธุรกิจเข้าเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์ และศูนย์ตรวจการนอนหลับ และความเสี่ยงจากการพึ่งพิง CEO ในการบริหารงาน

2. ความเสี่ยงด้านการเงิน

ได้แก่ ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงแหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงิน ความเสี่ยงจากการถูกยกเลิกสัญญาสนับสนุนสินเชื่อจากสถาบันการเงิน ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย

3. ความเสี่ยงด้านอื่น ๆ

ได้แก่ ความเสี่ยงจากผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ความเสี่ยงจากการอยู่ระหว่างขออนุญาตจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการเสนอขายหุ้น IPO ความเสี่ยงกรณีราคาหุ้นมีความผันผวน และความเสี่ยงจากการที่ผู้ถือหุ้นที่มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศไทยอาจมีข้อจำกัดในการใช้สิทธิในการซื้อหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทในอนาคต

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	619	661	787	888	991
Cost of sales	362	384	458	517	577
Gross profit	257	277	329	371	414
SG&A	172	172	205	229	254
Operating profit	85	105	124	142	161
Other income	7	0	0	0	0
EBIT	92	106	125	142	161
EBITDA	119	133	155	174	194
Interest expense	16	9	8	3	1
Tax on income	16	19	23	28	32
Earnings after tax	60	78	93	111	127
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	60	78	93	111	127
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	60	78	93	111	127

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Profit before tax	60	78	93	111	127
Deprec. & amortization	27	28	30	32	33
Change in working capital	38	-80	4	-36	-36
Other adjustments	6	7	8	9	10
Cash flow from operations	131	32	136	116	134
Capital expenditure	-29	-87	-40	-40	-40
Others	14	0	0	0	0
Cash flow from investing	-15	-87	-40	-40	-40
Free cash flow	102	-55	96	76	94
Net borrowings	-89	156	-216	-9	-64
Equity capital raised	0	0	389	0	0
Dividends paid	-12	-90	-26	-37	-45
Others	-8	5	0	0	0
Cash flow from financing	-109	71	147	-46	-109
Net change in cash	8	16	243	30	-15

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	28	37	208	229	204
Accounts receivable	99	175	163	184	206
Inventory	154	177	198	223	248
Other current assets	5	23	28	31	35
Total current assets	286	412	596	667	692
PP&E	141	201	211	219	226
Other assets	29	30	33	35	37
Total assets	456	643	840	921	956
Short-term loans	122	151	0	0	0
Accounts payable	50	54	65	73	82
Current portion of LT	9	64	64	64	0
Other current liabilities	15	33	37	41	46
Total current liabilities	195	303	167	179	127
Long-term loan	2	73	9	0	0
Other non-current liab.	28	43	48	52	55
Total non-current liab.	29	116	56	52	55
Total liabilities	224	419	223	231	183
Registered capital	80	107	107	107	107
Paid up capital	80	80	107	107	107
Share premium	13	13	375	375	375
Legal reserve	8	11	11	11	11
Retained earnings	131	120	124	198	281
Others	0	0	0	0	0
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	232	224	616	690	773

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	22.3	6.8	19.0	12.9	11.6
EBITDA	43.7	12.3	16.0	12.5	11.3
Net profit	98.1	28.6	19.9	19.5	14.4
Normalized earnings	98.1	28.6	19.9	19.5	14.4
Profitability (%)					
Gross profit margin	41.5	41.9	41.8	41.8	41.8
EBITDA margin	19.2	20.2	19.7	19.6	19.5
EBIT margin	14.8	16.0	15.8	16.0	16.2
Normalized profit margin	9.7	11.8	11.8	12.5	12.9
Net profit margin	9.7	11.8	11.8	12.5	12.9
Normalized ROA	13.0	14.1	12.6	12.7	13.6
Normalized ROE	28.6	34.1	22.2	17.1	17.4
Normalized ROCE	35.2	31.1	18.5	19.2	19.4
Risk (x)					
D/E	1.0	1.9	0.4	0.3	0.2
Net D/E	0.8	1.7	0.0	0.0	0.0
Net debt/EBITDA	1.7	2.9	0.1	0.0	-0.1
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.38	0.49	0.44	0.52	0.60
Normalized EPS	0.38	0.49	0.44	0.52	0.60
EBITDA	0.74	0.83	0.72	0.81	0.90
Book value	1.45	1.40	2.88	3.23	3.61
Dividend	0.08	0.56	0.17	0.21	0.24
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	19.1	14.8	16.5	13.8	12.1
Norm P/E	19.1	14.8	16.5	13.8	12.1
P/BV	5.0	5.1	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	10.6	10.5	9.1	7.9	6.9
Dividend yield (%)	1.1	7.8	2.4	2.9	3.3

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ 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>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ 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 ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</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 ถนนบรมหัตถทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p>สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม 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 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 ชอยพหลโยธิน 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 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 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 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 สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>	<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ 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 สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 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, LHI, 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, TASC, TCGP, 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 **NR** 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