

IP (IP TB)

HOLD

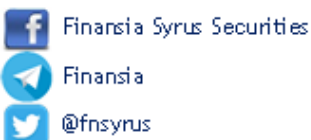
บมจ. อินเทอร์เน็ต ฟาร์มา

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	21.00
Price (10/11/2021)	20.90
up/downside (%)	+0.5
SET Index	1,630.47
Sector	MAI/Consumer Products
Foreign limit/actual (%)	49.00/1.09
Free float (%)	49.29
Market cap (Bt m)	6,228.47
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	34.14
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	24.47, 9.24, 18.38
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	442	873	1,306	1,559
Normalized profit	54	102	126	153
Net profit	54	102	126	153
EPS (Bt) - norm	0.26	0.34	0.42	0.51
EPS (Bt) - reported	0.26	0.34	0.42	0.51
% growth y-y	-7.1	32.1	23.3	21.2
Dividend/share (Bt)	0.22	0.21	0.25	0.31
BV/share (Bt)	2.29	2.49	2.66	2.85
EV/EBITDA (x)	51.1	36.2	29.8	25.5
PER (x) - norm	80.1	60.9	49.4	40.7
PER (x)	80.4	60.9	49.4	40.7
PBV (x)	9.1	8.4	7.9	7.3
Dividend yield (%)	1.1	1.0	1.2	1.5
Norm ROE (%)	11.4	13.8	15.9	18.0
YE No. of shares (million)*	206	298	298	298
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

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



กำไร 3Q21 น่าผิดหวังจากต้นทุนสูงกว่าคาด

กำไรสุทธิ 3Q21 สร้างความผิดหวังให้เราอีกไตรมาสจากต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เติบโตเร็วกว่ารายได้หลังจากรับโอนสินทรัพย์และพนักงานบางส่วนของบริษัทใหม่ตั้งแต่ต้นเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา ทำให้กำไรโตเพียง +3.8% Q-Q, +39.3% Y-Y เราปรับลดกำไรปี 2021 ลง 8% โดยยังคงคาดหวังกำไร 4Q21 จะเป็นจุดสูงสุดของปี การซื้อบจ.ดร็กแคร์ ผู้ประกอบการร้าน LAB Pharmacy เป็นจุดสูญหายตามกลยุทธ์ของผู้บริหาร คาดรวมกิจการแล้วเสร็จใน 1Q22 แม้จะเพิ่มรายได้แต่ค่าใช้จ่ายในการขายจะเพิ่มขึ้นตามการขยายสาขา เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2022-2023 ลง 14-20% เป็นเติบโต +23.3% Y-Y และ +21.2% Y-Y ตามลำดับ ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 21 บาท (DCF, WACC 8.5%, TG 3.0%) upside ที่แคบลง ลดคำแนะนำเป็นถือ จากเดิมซื้อ

กำไร 3Q21 ต่ำกว่าคาดเป็นไตรมาสที่ 4

IP รายงานกำไรสุทธิ 3Q21 ที่ 25.7 ล้านบาท +3.8% Q-Q, +39.3% Y-Y ต่ำกว่าเรคาดถึง 22% ไตรมาสนี้เป็นไตรมาสแรกที่ IP รวมโรงงานผลิตยาของ บจ. เทวา ฟาร์มา ประเทศไทย (เปลี่ยนชื่อเป็นโรงงานอินเทอร์เน็ตฟาร์มาแล้ว) เข้ามาตั้งแต่ 11 ส.ค. 2021 โดยรับโอนที่ดิน เครื่องจักร ทะเบียนยา และพนักงานจำนวนหนึ่งซึ่งไม่มาก ค่าเสื่อมราคาเพิ่มขึ้นน้อยมากเพราะไม่ได้มีการประเมินราคาสินทรัพย์ใหม่ ขณะที่ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานส่วนหนึ่งที่ถือเป็นต้นทุนทางตรง ถูกบันทึกอยู่ในต้นทุนขาย จึงเป็นสาเหตุส่วนหนึ่งที่ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเหลือเพียง 39.9% จากในช่วง 1H21 ที่อยู่ที่ 48.9% และ 3Q20 ที่อยู่ที่ 60.1% ขณะเดียวกันค่าใช้จ่ายในการปรับปรุงพื้นที่เล็กน้อยราว 2-3 ล้านบาท แต่กำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) เพิ่มขึ้นเพียง +0.9% Q-Q, +37.5% Y-Y อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (EBIT margin) ลดลงเหลือ 14.5% จาก 17.5% ใน 2Q21 และ 23.3% ใน 3Q20 แม้รายได้จะโตสูง +21.2% Q-Q, +120.6% Y-Y เป็น 240.4 ล้านบาท แต่ไม่สามารถทำให้กำไรเติบโตสอดคล้องกันได้

คาดการณ์กำไร 4Q21 ค่อย ๆ ขึ้น แต่ยังคงต้องปรับลดกำไรทั้งปี 2021 ลง 8%

ปี 2021 เป็นปีแห่งการลงทุน นับตั้งแต่ซื้อโรงงานโมเดิร์นฟาร์มาเข้ามาปลายเดือน พ.ย. 2020 และซื้อโรงงานอีก 1 แห่งในเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา แต่กำไรสร้างความผิดหวังให้เราเป็นไตรมาสที่ 4 จากต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่สูงกว่าคาด และเพิ่มขึ้นเร็วกว่าการเติบโตของรายได้ แม้ว่าการซื้อโรงงานขนาดใหญ่ถึง 2 โรงงานในเวลาใกล้เคียงกัน ต้องใช้เวลาในการปรับปรุงการผลิต การตลาด รวมถึงการขอ อย. สำหรับสินค้าใหม่ซึ่งเป็นขั้นตอนที่ใช้เวลา แต่เราก็คงหวังกำไรจะค่อย ๆ ฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q21 อย่างไรก็ตาม เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2021 ลง 8% เป็น 102.3 ล้านบาท +90.3% Y-Y (เดิมคาด +107.2% Y-Y) จากการปรับลดอัตรากำไรขั้นต้น

ซื้อ LAB Pharmacy รุกสู่ปลายน้ำ

IP หันมารุกสู่ธุรกิจปลายน้ำโดยการซื้อหุ้น 88.67% ในบจ. ดร็กแคร์ ซึ่งทำธุรกิจค้าปลีกสินค้าเวชกรรม เวชสำอาง และสินค้าทางการแพทย์ ภายใต้แบรนด์ LAB Pharmacy ปัจจุบันมี 22 สาขา ครอบคลุมอยู่ในห้างสรรพสินค้า ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมามีผลประกอบการลดลงต่อเนื่อง ส่วนหนึ่งมาจากการ Lockdown และนักท่องเที่ยวที่หายไป มูลค่าเงินลงทุน 311 ล้านบาทคิดเป็น 2022 PE 18.4 เท่า ถูกกว่าหุ้น IP มาก และคิดเป็น 2022 PBV 4.6 เท่า สูงกว่า IP คาดรวมกิจการแล้วเสร็จภายใน 1Q22

ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 21 บาท ลดคำแนะนำเป็นถือ

เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2022-2023 ลง 14% และ 20% เป็นเติบโต +23.3% Y-Y และ +21.2% Y-Y ตามลำดับ เพราะคาดว่าค่าใช้จ่ายในการขายจะเพิ่มสูงขึ้นตามการขยายสาขาของ LAB Pharmacy และปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 21 บาท (DCF, WACC 8.5%, TG 3.0%) (ไม่รวม IP-W1) ลดคำแนะนำเป็นถือ จากเดิมซื้อ

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

และในเดือน ส.ค. 2021 บริษัทได้ซื้อโรงงานผลิตยาของบริษัท เทวา ฟาร์มา ประเทศไทย จำกัด (ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็นโรงงานอินเตอร์ฟาร์มา) มูลค่าของโรงงานพร้อมที่ดินและเครื่องจักร และทะเบียนยา 4 ตำรับ จำนวน 12 ทะเบียน พร้อมสัญญาจ้างผลิตอีก 5 ปี รวมเป็นเงินลงทุน 160.0 ล้านบาท โรงงานตั้งอยู่บนพื้นที่ 20 ไร่ เป็นพื้นที่ใช้สอย 32,000 ตารางเมตร ใช้อุณหภูมิ 16,000 ตารางเมตร ในนิคมอุตสาหกรรมโรจนะ 2 ที่จังหวัดอยุธยา

Valuation Methodology

ราคาเป้าหมายปี 2022 อยู่ที่ 21.00 บาท อิง DCF, WACC 8.5%, TG 3.0% ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น Implied PE ปี 2022 ที่ยังสูง 49.6 เท่า EV/EBITDA 29.9 เท่า สูงกว่า MEGA ซึ่งทำธุรกิจใกล้เคียงกัน และสูงกว่ากลุ่มค่าปลีก แต่เนื่องจากศักยภาพในระยะยาวยังดี คาด PE ปี 2024 ลดลงเป็น 30.3 เท่าใกล้เคียงกลุ่มค่าปลีก

ทั้งนี้ บริษัทมี IP-W1 ซึ่งมีอายุ 2 ปี สัดส่วนการใช้สิทธิ 1:1 ราคาใช้สิทธิ 25 บาทต่อหุ้น เริ่มใช้สิทธิครั้งแรก 30 ธ.ค. 2021 ใช้สิทธิได้ทุกสิ้นไตรมาส และครั้งสุดท้าย 30 ก.ย. 2023 มีจำนวนหุ้นสามัญรองรับ 19.2 ล้านหุ้น ราคาเป้าหมายที่รวม IP-W1 ทั้งหมดจะ dilute เป็น 20 บาท

ESG

Environment

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

Social

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

Governance

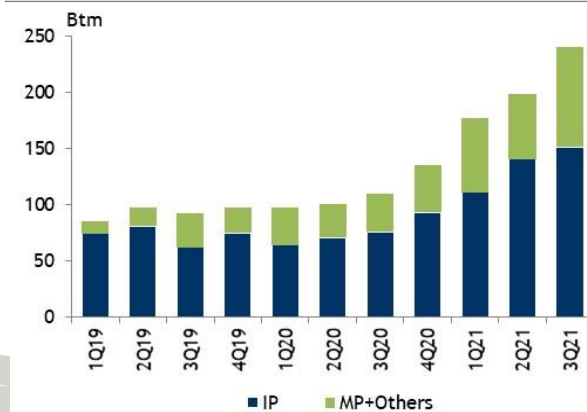
- โครงสร้างกรรมการบริษัทมี 7 คน มีกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 3 คน และกรรมการอิสระ 4 คน สัดส่วนของกรรมการอิสระมีมากกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมดเพื่อให้เกิดการถ่วงดุลในการออกเสียงในการพิจารณาเรื่องต่างๆ และสอนทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- IP จัดทำนโยบายต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption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

3Q21 Earnings results

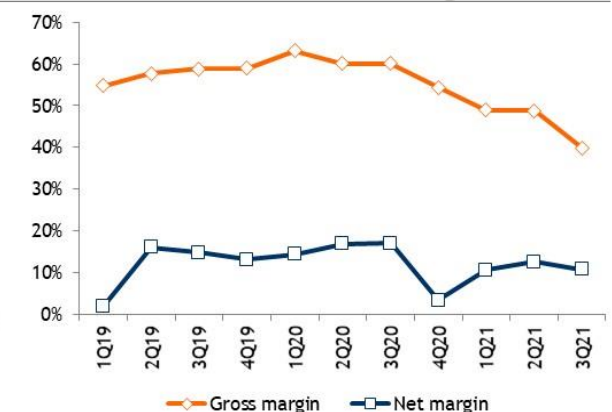
(Bt mn)	3Q21	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y	9M21	9M20	%Y-Y
Sales revenue	240	198	26.1	109	120.6	615	307	100.5
IP	151	140	7.7	109	38.8	402		
Subsidiaries	89	58	54.1	0	0.0	213	0	nm
Cost of sales	144	102	42.3	44	232.1	336	119	181.5
Gross profit	96	97	-0.9	65	46.5	279	187	49.0
SG&A expense	65	65	-0.2	42	56.0	189	123	53.5
EBITDA	41	40	1.1	26	55.0	113	71	59.3
Interest expense	2	1	66.5	0.2	1,387.2	5	1	725.4
Norm profit	26	25	3.8	18	39.3	69	49	40.4
Net profit	26	25	3.8	18	39.3	49	49	40.4
Gross margin %	39.9	48.8	-8.9	60.1	-20.2	45.4	61.1	-15.7
SG&A as % of Sales	27.0	32.8	-5.8	38.2	-11.2	30.7	40.1	-9.4
EBIT margin %	14.5	17.5	-2.9	23.3	-8.8	16.0	22.3	-6.3
EBITDA margin %	16.9	20.2	-3.3	24.0	-7.1	18.3	23.0	-4.7
Net margin %	10.7	12.5	-1.8	16.9	-6.2	11.2	16.1	-4.8

Source: IP

รายได้จากการขายของ IP และบ.ย่อย



อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ



ที่มา: Finansia estimates

การปรับสมมติฐานผลประกอบการปี 2021-2024

(Btm)	2021E			2022E			2023E		
	Old	New	% chg.	Old	New	% chg.	Old	New	% chg.
Revenue	881	873	-0.9	1,091	1,306	19.7	1,286	1,559	21.2
Rev growth (%)	99.3	97.5	-1.8	23.8	49.6	25.8	17.8	19.4	1.6
Cost of sales	451	486	7.8	559	757	35.4	656	899	37.0
Gross profit	430	387	-10.0	533	550	3.2	630	660	4.8
Gross margin (%)	48.8	44.4	-4.4	48.8	42.1	-6.7	49.0	42.3	-6.7
SG&A	278	251	-9.7	321	379	18.1	364	460	26.4
SG&A % to sales	31.6	28.8	-2.8	29.4	29.0	-0.4	28.3	29.5	1.2
EBIT	158	147	-7.0	217	184	-15.2	272	216	-20.6
EBIT margin (%)	18.0	16.8	-1.2	19.9	14.1	-5.8	21.2	13.8	-7.4
Net profit	111	102	-8.1	146	126	-13.7	191	153	-19.9
Net margin (%)	12.6	11.7	-0.9	13.4	9.7	-3.7	14.9	9.8	-5.1
Profit growth (%)	107.2	90.3	-16.9	30.9	23.3	-7.6	31.0	21.2	-9.8

ที่มา: Finansia estimates

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	371	442	873	1,306	1,559
Cost of sales	157	181	486	757	899
Gross profit	214	261	387	550	660
SG&A	157	187	252	379	460
Operating profit	57	74	136	171	200
Other income	5	5	11	13	16
EBIT	62	78	147	184	216
EBITDA	64	84	175	213	249
Interest charge	1	1	8	11	10
Tax on income	14	17	33	36	41
Earnings after tax	47	61	106	137	164
Minority interest	-4	-7	-4	-10	-11
Normalized earnings	43	54	102	126	153
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	43	54	102	126	153

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	47	60	102	126	153
Deprec. & amortization	2	5	20	23	23
Change in working capital	-59	-93	-233	-148	-336
Other adjustments	15	19	136	183	269
Cash flow from operations	5	-9	26	184	109
Capital expenditure	-2	-256	-223	-258	-195
Others	0	6	-108	23	12
Cash flow from investing	-2	-250	-331	-235	-183
Free cash flow	3	-259	-306	-51	-74
Net borrowings	-2	108	222	102	154
Equity capital raised	337	0	192	0	0
Dividends paid	-12	-38	-61	-76	-92
Others	-16	-1	0	0	0
Cash flow from financing	307	68	353	26	62
Net change in cash	310	-190	47	-25	-12

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	343	152	199	174	163
Accounts receivable	112	160	282	322	333
Inventory	50	103	196	211	222
Other current assets	0	2	13	20	23
Total current assets	505	417	690	728	741
Investments	5	0	25	25	25
PPE	10	234	436	431	431
Other assets	7	41	88	120	141
Total assets	526	750	1,297	1,364	1,397
Short-term loans	9	11	70	65	50
Accounts payable	38	123	200	218	217
Current maturities	0	16	46	48	51
Other current liabilities	9	10	13	12	12
Total current liabilities	56	160	329	344	330
Long term debt	0	91	192	189	173
Other non-current liab.	4	11	16	22	26
Total non-current liab.	4	102	208	211	199
Total liabilities	60	262	537	555	529
Registered capital	103	103	178	178	178
Paid up capital	103	103	149	149	149
Share premium	287	287	474	474	474
Legal reserve	6	9	9	9	9
Retained earnings	38	51	89	138	197
Others	22	22	22	22	22
Minority Interests	10	17	17	17	18
Shareholders' equity	456	471	743	792	851

Key Ratios					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	17.2	19.1	97.5	49.6	19.4
EBITDA	49.1	31.0	109.6	21.8	16.6
Net profit	46.5	23.7	90.3	23.3	21.2
Normalized earnings	46.5	23.7	90.3	23.3	21.2
Profitability (%)					
Gross profit margin	57.6	59.0	44.4	42.1	42.3
EBITDA margin	17.2	18.9	20.1	16.3	16.0
EBIT margin	16.6	17.8	16.8	14.1	13.8
Normalized profit margin	11.7	12.2	11.7	9.7	9.8
Net profit margin	11.7	12.2	11.7	9.7	9.8
Normalized ROA	8.3	7.2	7.9	9.3	10.9
Normalize ROE	9.5	11.4	13.8	15.9	18.0
Normalized ROCE	13.2	13.3	15.2	18.0	20.2
Risk (x)					
DE	0.1	0.6	0.7	0.7	0.6
Net D/E	-0.6	0.2	0.5	0.5	0.4
Net debt/EBITDA	-5.2	-0.4	0.6	0.6	0.4
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.28	0.26	0.34	0.42	0.51
Normalized EPS	0.28	0.26	0.34	0.42	0.51
EBITDA	0.41	0.41	0.59	0.72	0.84
Book value	2.21	2.29	2.49	2.66	2.85
Dividend	0.19	0.22	0.21	0.25	0.31
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	74.6	80.1	60.9	49.4	40.7
Norm P/E	74.6	80.1	60.9	49.4	40.7
P/BV	9.4	9.1	8.4	7.9	7.3
EVEBITDA	62.2	51.1	36.2	29.8	25.5
Dividend yield (%)	0.9	1.1	1.0	1.2	1.5

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พินเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
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	สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิบูลย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิบูลย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859
สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193		
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599	สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4			

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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน 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, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SRI, 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 **NR** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ 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