

IPO

2022 Target Price (Bt) 15.0

IPO Price (Bt)	9.8
Up/downside (%)	+53.1
SET Index	1,591.84
Sector	MAI/ Service
Foreign limit actual (%)	49.00/0.04
Free float (%)	25.55
Market cap (Bt m)	NA
Issuer	HL
No. of IPO (mn shares)	72.0
Par value (Bt)	0.50
Subscription period	25-26 / 29 Nov 21
First day trading	3 Dec 21
Financial Advisor	Finansia Syrus
Underwriter	Finansia Syrus

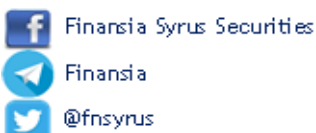
Source: Company data, Finansia estimates

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,064	1,198	1,408	1,625
Normalized profit	52	73	113	135
Net profit	52	73	113	135
EPS (Bt) - norm	0.26	0.27	0.42	0.50
EPS (Bt) - reported	0.26	0.27	0.42	0.50
% growth y-y	91.4	-16.4	54.6	19.3
Dividend/share (Bt)	0.25	0.15	0.17	0.20
BV/share (Bt)	0.46	3.23	3.48	3.77
EV/EBITDA (x)	22.3	17.2	12.2	10.3
PER (x) - norm	37.6	36.4	23.6	19.7
PER (x)	37.6	36.4	23.6	19.7
PBV (x)	21.3	3.0	2.8	2.6
Dividend yield (%)	2.5	1.5	1.7	2.0
Norm ROE (%)	41.7	8.3	12.0	13.1
YE No. of shares (million)	200	272	272	272
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน และผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุน ของบริษัท เฮลท์ลีด จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

Analyst: Sureporn Teewasuwet
 Register No.: 040694
 Tel.: +662 646 9972
 email: sureporn.t@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



เซ่นร้านขายยาแรกในตลาดหลักทรัพย์ไทย

HL จะเป็นเซ่นร้านขายยาบริษัทแรกที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งมีโครงสร้างธุรกิจคล้ายกลุ่มค้าปลีก ปัจจุบันยังมีสาขาไม่มากเพียง 25 สาขา ยังมีช่องว่างให้โตได้อีกมาก ขณะที่อุปสรรคของผู้ประกอบการรายใหม่ค่อนข้างสูง เพราะเป็นธุรกิจที่มีกฎระเบียบเข้มงวดทั้งสถานประกอบการ คุณภาพการจดทะเบียนยา ต้องมีเภสัชกรให้คำแนะนำ อีกทั้งต้องมีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่าย ซึ่งล้วนแต่เป็นจุดแข็งของบริษัทที่สามารถปฏิบัติได้ครบถ้วน แต่สิ่งที่ต่างจากค้าปลีกคือ สินค้า ซึ่งไม่ใช่แค่สินค้าอุปโภคบริโภค แต่เป็นสินค้าที่จำเป็นต่อการดำรงชีวิต และไม่มีการแข่งขันด้านราคาอย่างรุนแรง ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแข็งแกร่งมีเสถียรภาพ มีความผันผวนต่ำ เราคาดกำไรสุทธิปี 2021-23 จะเติบโตต่อเนื่องคิดเป็นอัตราการโต CAGR 35.8% และประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 15 บาท (DCF)

ดำเนินธุรกิจร้านขายยา และจำหน่ายผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพแบรนด์ตนเองด้วย

HL ประกอบธุรกิจ Holding Company ปัจจุบันลงทุน 2 ธุรกิจคือ 1. Icare Health ดำเนินธุรกิจร้านขายยา จำหน่ายยา เวชภัณฑ์ เวชสำอาง ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร อุปกรณ์การแพทย์ และผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพต่างๆ รวมกว่า 10,000 รายการ โดยมีร้านขายยา 4 แบรินด์ได้แก่ iCare, Pharmax, vitaminclub และ Super Drug ปัจจุบันมีจำนวนสาขา รวม 25 สาขา และ 2. Healthiness ดำเนินธุรกิจคิดค้น พัฒนาร่วมกับทีมวิจัยภายนอก รวมทั้งว่าจ้างผู้ผลิตเพื่อจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์และนวัตกรรมเพื่อสุขภาพ ภายใต้แบรนด์ PRIME และ Besuto

4 จุดแข็งหลักที่ทำให้ได้เปรียบคู่แข่ง

นอกจากธุรกิจร้านขายยามีกฎระเบียบตามกฎหมายที่ค่อนข้างเข้มงวด ซึ่งบริษัทปฏิบัติตามได้ครบถ้วนมาตลอดสร้างความเชื่อมั่นให้กับลูกค้าได้แล้ว เรายังมองบริษัทมีอีก 4 จุดแข็งหลักที่ทำให้ได้เปรียบคู่แข่ง 1. ผู้ก่อตั้งมีประสบการณ์มากกว่า 28 ปี และทีมผู้บริหารส่วนใหญ่เป็นเภสัชกร ทำให้มีความรู้ความเข้าใจในธุรกิจร้านขายยาเป็นอย่างดี 2. มีความสัมพันธ์อันดีกับผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายมายาวนานทำให้ได้รับความไว้วางใจ และด้วยจำนวนสาขาที่เพิ่มขึ้นหลังรวมธุรกิจ Icare Health กับ Pharmax ปี 2018 ทำให้บริษัทมีอำนาจต่อรองสูงขึ้น 3. มีเภสัชกรประจำร้านแบบเต็มเวลา ครอบคลุมการให้บริการทุกสาขา ซึ่งถือเป็นบุคคลสำคัญที่ดึงดูดให้ลูกค้ากลับมาใช้บริการและกลายเป็นลูกค้าประจำ 4. ทำเลที่ตั้งสาขามีศักยภาพ เน้นเปิดสาขาในพื้นที่ชุมชน มีผู้คนสัญจรผ่านจำนวนมาก และต้องมีที่จอดรถให้กับลูกค้า รวมถึงเลือกแบรินด์ร้านให้เหมาะกับกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย

เราขอความแข็งแกร่งและเสถียรภาพของธุรกิจ และยังมีช่องว่างให้โตได้อีก

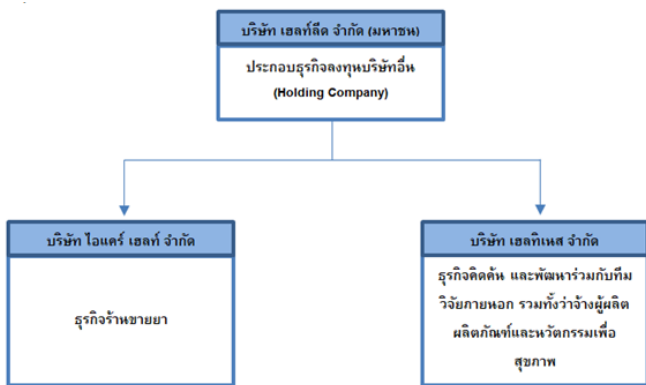
เราขอความมีเสถียรภาพและแนวโน้มการเติบโตที่ดีสม่ำเสมอของธุรกิจ เพราะเป็นสินค้าที่จำเป็นต่อการดำรงชีวิต และมีความผันผวนต่อปัญหาภายนอกค่อนข้างต่ำ เช่น ในช่วงที่มี COVID-19 ร้านขายยาได้รับการยกเว้นไม่ถูกสั่งปิดในช่วงที่มีการล็อกดาวน์ ขณะที่เทรนด์ผู้บริโภคหันมาซื้อยา อาหารเสริม และของใช้จำเป็นจากร้านขายยามากขึ้น รวมถึงใส่ใจสุขภาพในเชิงป้องกันมากขึ้น เป็นบวกต่อผลิตภัณฑ์อาหารเสริมของบริษัท ในอนาคตเราคาดว่าจะเห็นเทรนด์การซื้อยาตามใบสั่งยาจากแพทย์มากขึ้น ทั้งนี้ด้วยจำนวนสาขาที่ยังไม่มาก จึงยังมีช่องว่างให้ขยายได้อีกมาก เราคาดจะมีการขยายสาขาใหม่ปีละ 4 สาขา กอปรกับขยายช่องทางจำหน่ายสินค้า PRIME และ Besuto ให้กับลูกค้าภายนอก (ปัจจุบันเน้นขายผ่านร้านในกลุ่มบริษัท) และยังมีแผนพัฒนาสินค้านวัตกรรมใหม่ๆต่อเนื่อง ระยะสั้นคาดกำไรสุทธิปี 2021 จะโตดี +40.5% Y-Y และคาดจะโตต่อเนื่องในปี 2022-23 ราว +54.6% Y-Y และ +19.3% Y-Y ตามลำดับ โดยคาดมีอัตรากำไร 3 ปีโตเฉลี่ย CAGR 35.8%

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 เท่ากับ 15 บาท

เราให้ราคาเป้าหมายปี 2022 ของ HL ที่ 15 บาท อิง DCF (WACC 8.3%, Risk Premium 8.1%, Terminal Growth 3%) สามารถ Implied PE และ PEG ที่ 35 เท่า และ 0.97 เท่า ตามลำดับ ใกล้เคียง PE ของกลุ่มค้าปลีก แต่เป็น PEG ที่ต่ำกว่ากลุ่มค้าปลีกพอควร ซึ่งปัจจุบันเทรดที่ 1.45 เท่า หากไม่รวม CPALL MAKRO ที่กำลังรวม Lotus's พบว่า PEG ค้าปลีกจะอยู่ที่ 1.7 เท่า (เท่ากับค่าเฉลี่ยในอดีต 5 ปี ย้อนหลังของกลุ่ม) และยิ่งต่ำกว่า PEG เฉลี่ยของร้านขายยาใน Global Peers ด้วย (China 1.12 เท่า, Japan 2.23 เท่า และ US 1.65 เท่า)

Company Overview

HL ประกอบธุรกิจ Holding Company และปัจจุบันลงทุนใน 2 ธุรกิจคือ
 1. Icare Health ดำเนินธุรกิจร้านขายยา จำหน่ายยา เวชภัณฑ์ เวช
 สำอาง ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร อุปกรณ์การแพทย์ และผลิตภัณฑ์เพื่อ
 สุขภาพ ผ่านร้านขายยา 4 แปรนต์ได้แก่ iCare, Pharmax, vitaminclub
 และ Super Drug 2. Healthiness ดำเนินธุรกิจคิดค้น และพัฒนาร่วมกับ
 ทีมวิจัยภายนอก รวมถึงจ้างผู้ผลิต เพื่อจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์และ
 นวัตกรรมเพื่อสุขภาพ ปัจจุบันมี 2 แปรนต์คือ PRIME (ผลิตภัณฑ์อาหาร
 เสริม) และ Besuto (ผลิตภัณฑ์และนวัตกรรมเพื่อสุขภาพ)



สามารถแบ่งโครงสร้างรายได้ออกเป็น 4 กลุ่มสินค้าหลักได้แก่ ยาและ
 ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร, อุปกรณ์การแพทย์และของใช้ในบ้าน, สินค้า
 สุขภาพสำหรับภายนอกร่างกาย และสินค้าบริโภค

กลุ่มผลิตภัณฑ์	ปี 2561		ปี 2562		ปี 2563	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
รายได้จากการขายยาและผลิตภัณฑ์ เสริมอาหาร	561.88	71.02	659.46	72.03	753.19	69.73
รายได้จากการขายอุปกรณ์การแพทย์ และของใช้ในบ้าน	114.11	14.42	129.11	14.10	169.27	15.67
รายได้จากการขายสินค้าสุขภาพ สำหรับภายนอกร่างกาย	69.74	8.81	73.28	8.00	95.79	8.87
รายได้จากการขายสินค้าบริโภค	35.66	4.51	44.37	4.85	45.84	4.24
รวมรายได้จากการขาย	781.39	98.76	906.22	98.99	1,064.09	98.52
รายได้อื่น*	9.82	1.24	9.29	1.01	16.02	1.48
รวมรายได้ทั้งหมด	791.21	100.00	915.51	100.00	1,080.11	100.00

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ HL โดยอิงวิธี DCF เนื่องจากมีความ
 เหมาะสมกับการประเมินธุรกิจร้านขายยาที่มีแผนการขยายสาขาชัดเจน
 อีกทั้งเป็นสินค้าจำเป็นต่อการดำรงชีวิต ทำให้มีความผันผวนของผลการ
 ดำเนินงานต่ำ เราคิดลด FCFF ด้วย WACC 8.3%, Risk Premium 8.1%,
 Terminal Growth 3% ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2022 เท่ากับ 15 บาท,
 Implied PE และ PEG ที่ 35 เท่า และ 0.97 เท่า ตามลำดับ

ESG

Environment

- HL ให้ความสำคัญต่อความรับผิดชอบต่อสังคมดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม
 โดยมีแนวปฏิบัติดังนี้
 1. ลดปริมาณการใช้ถุงพลาสติก
 2. ลดปริมาณการใช้ลังกระดาษ ให้สาขานำลังกลับมาใช้ใหม่ได้
 3. ลดการใช้กระดาษ ทำเอกสารต่างๆด้วยระบบ ERP แทนกระดาษ
 4. ลดการใช้น้ำมันในการเดินทางมาประชุม ใช้ระบบออนไลน์แทน
 5. ลดปริมาณการใช้ไฟฟ้า
- บริษัทและบริษัทย่อยอยู่ระหว่างการพิจารณาให้มีการดำเนินการ
 ทวนสอบการประเมิน Carbon Footprint ของบริษัท

Social

- บริษัทขมีนโยบายดำเนินธุรกิจด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR)
 ภายใต้หลักพื้นฐานทางจริยธรรม เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมต่อผู้มีส่วน
 ได้เสียทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง โดยมี 8 หลักการคือ การประกอบ
 กิจการด้วยความเป็นธรรม, ต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน, เคารพสิทธิ
 มนุษยชน, ปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม, ความรับผิดชอบต่อ
 ผู้บริโภค, ดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม, ร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม และ
 การมีและเผยแพร่ข่าวสาร
- บริษัทได้ร่วมกับชุมชนและสังคมเพื่อนำไปสู่การพัฒนาอย่างยั่งยืน
 ผ่านกิจกรรมต่างๆ เช่น การบริจาคยาให้กับโรงพยาบาลและมูลนิธิ
 ต่างๆอย่างสม่ำเสมอ ล่าสุดได้เข้าร่วมโครงการ “ช่วยด้วย” ที่ริเริ่ม
 โดยบจ. เตือกเตอร์ เอทูแซดร่วมกับแพทย์โควิทจิตอาสากว่า 400
 ท่าน และพันธมิตรภาคเอกชนกว่า 20 บริษัทชั้นนำ ในการดูแล
 Monitoring ผู้ป่วย จัดส่งอาหาร 3 มื้อต่อวันตลอด 14 วัน และมอบ
 ชุดยา เวชภัณฑ์ที่จำเป็น โดยบริษัทได้บริจาค Besuto Mouth
 Spray 1,000 ขวด และเป็นกลุ่มที่คอยจัดเตรียมชุดยาและเวชภัณฑ์
 ที่จำเป็นให้กับโครงการด้วย

Governance

- บริษัท และบริษัทย่อยมีการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี
 สำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2017 และคณะกรรมการบริษัทมี
 กระบวนการในการทบทวนการนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี
 สำหรับบริษัทจดทะเบียนไปปรับใช้ให้เหมาะสมกับบริบททางธุรกิจ
 อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง
- โครงสร้างคณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการอิสระในจำนวนที่
 เหมาะสมกับการกำกับดูแลกิจการ โดยไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของ
 จำนวนกรรมการทั้งหมด และไม่น้อยกว่า 3 คน สอดคล้องตาม
 เกณฑ์กสท. เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการ
 ออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทมีนโยบายห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน และลูกจ้าง
 ของบริษัทนำความลับ หรือข้อมูลภายในไปใช้แสวงหาผลประโยชน์
 เพื่อตนเองและแก่บุคคลอื่น และห้ามกรรมการ ผู้บริหาร รวมถึงคู่
 สมรส และบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะ ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของ
 บริษัท ในช่วงระยะเวลา 1 เดือนล่วงหน้าก่อนเปิดเผยข้อมูลงบ
 การเงินต่อสาธารณชน

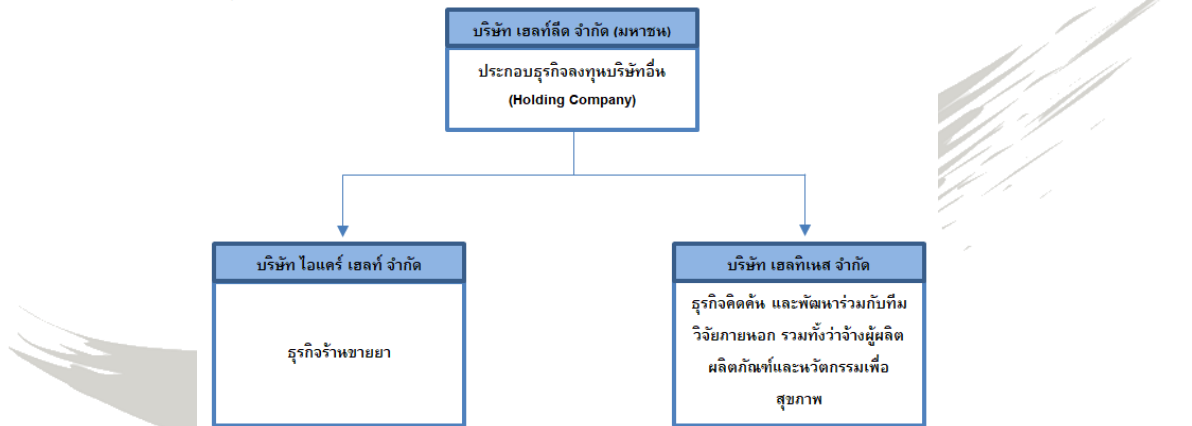
ลักษณะการประกอบธุรกิจ

เซ่นร้านขายยาแรกของตลาดหลักทรัพย์ไทย

บริษัทก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 2018 ดำเนินธุรกิจ Holding Company ปัจจุบันลงทุนใน 2 บริษัทย่อยคือ บจ.ไอแคร์ เฮลท์ (Icare Health) และบจ.เฮลทิงเนส (Healthiness) โดย Icare Health ประกอบธุรกิจร้านขายยา จำหน่ายยา เวชภัณฑ์ เวชสำอาง ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร อุปกรณ์การแพทย์ และผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพต่างๆ รวมกว่า 10,000 รายการ และขายผ่านร้านขายยาทั้งหมด 4 แปรนต์ ปัจจุบันมี 25 สาขา ได้แก่ iCare 10 สาขา, Pharmax 11 สาขา, vitaminclub 3 สาขา และ Super Drug 1 สาขา

สำหรับ Healthiness ประกอบธุรกิจจัดค้น และพัฒนาร่วมกับทีมวิจัยภายนอก รวมถึงว่าจ้างผู้ผลิต เพื่อจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์และนวัตกรรมเพื่อสุขภาพ ภายใต้ 2 แปรนต์คือ PRIME แปรนต์ผลิตภัณฑ์อาหารเสริม ปัจจุบันมี 25 SKU และแปรนต์ผลิตภัณฑ์และนวัตกรรมเพื่อสุขภาพ Besuto เช่น ผลิตภัณฑ์ฆ่าเชื้อ ผลิตภัณฑ์สลายกลิ่น และผลิตภัณฑ์หน้ากาก ปัจจุบันมี 9 SKU โดยสินค้าของ Healthiness ส่วนใหญ่ขายผ่านร้านค้าปลีกของบริษัท Icare Health และลูกค้าผู้ประกอบการอื่นๆที่ซื้อไปจำหน่ายต่อ รวมถึงขายโดยตรงให้กับลูกค้าผ่านช่องทางออนไลน์

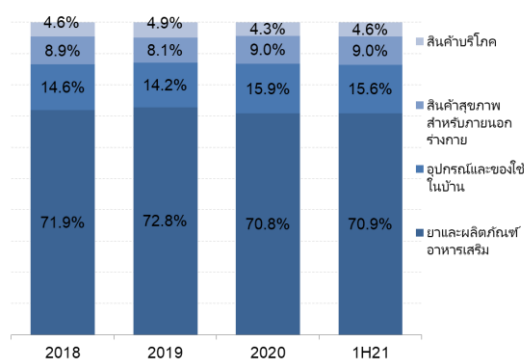
โครงสร้างกลุ่มบริษัท



Source: Company Data

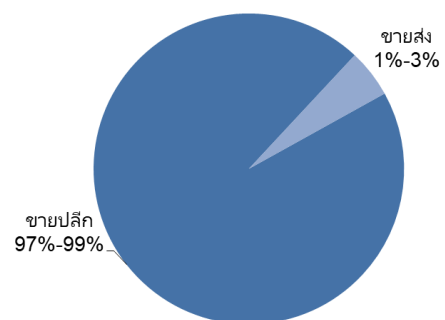
หากพิจารณาโครงสร้างรายได้รวมแบ่งตามกลุ่มสินค้าในงวดปี 2020-1H21 พบว่ามาจากรายได้การขายยาและผลิตภัณฑ์อาหารเสริมคิดเป็นสัดส่วนมากที่สุดราว 70.8%/70.9% ของรายได้จากการขายและบริการตามลำดับ รองมาคือ รายได้ อุปกรณ์การแพทย์และของใช้ในบ้าน 15.9%/15.6%, สินค้าสุขภาพสำหรับภายนอกร่างกาย (เช่น เวชสำอาง ผลิตภัณฑ์ดูแลผิว ผลิตภัณฑ์ดูแลช่องปาก แชมพูรักษาอาการหนังศีรษะร่วง สบู่บำรุงผิว เป็นต้น) 9%/9% และสินค้าบริโภค (เช่น อาหาร เครื่องดื่ม อาหารทางการแพทย์ เช่น นมผงสำหรับเด็ก นมผงสำหรับผู้สูงอายุ น้ำดื่มขวดเล็ก) 4.3%/4.6% ของรายได้จากการขายและบริการตามลำดับ และรายได้จากการขายรวมส่วนใหญ่เป็นการขายปลีกผ่านร้านขายยาของกลุ่มบริษัทสัดส่วนราว 97%-99% ของรายได้จากการขายรวมปี 2018-2020

รายได้การขายแบ่งตามประเภทสินค้า



Source: Company Data

รายได้แบ่งตามช่องทางจำหน่ายปี 2018-2020







Source: Company Data

รูปตัวอย่างสินค้าทั้ง 4 ประเภทของ Icare Health

<p>ยาและผลิตภัณฑ์อาหารเสริม (Professional Healthcare)</p> 	<p>อุปกรณ์การแพทย์และของใช้ในบ้าน (Home Healthcare)</p> 
<p>สินค้าสุขภาพสำหรับภายนอกร่างกาย (Personal Healthcare)</p> 	<p>สินค้าบริโภค (Deli Healthcare)</p> 





Source: Company Data

รายละเอียดแต่ละแบรนด์ร้านค้า

แบรนด์ร้านค้า	จำนวนสาขา	ขนาดพื้นที่ส่วนใหญ่ (ตร.ม.)	ทำเลที่ตั้ง / กลุ่มเป้าหมาย
	10	100-300	ส่วนใหญ่อยู่ในชุมชน บริเวณใกล้กับตลาด และที่พักอาศัยในเขต กทม.
	11	100-200	เน้นเปิดใน Community Mall และเน้นกลุ่มเป้าหมายลูกค้าที่อยู่ในย่านเศรษฐกิจในเขต กทม.
	3	50-100	เน้นเปิดในห้างสรรพสินค้า ขนาดสาขาไม่ใหญ่มาก
	1	240	ตั้งอยู่ย่านศิริราช เน้นระดับราคาที่สามารถแข่งขันได้ และมีขนาดสาขาค่อนข้างใหญ่

Source: Company Data

ตัวอย่างสาขาทั้ง 4 แบรนด์ของ Icare Health

<p>ตัวอย่างสาขา iCare</p> 	<p>ตัวอย่างสาขา Pharmax</p> 
<p>ตัวอย่างสาขา Vitaminclub</p> 	<p>ตัวอย่างสาขา Super Drug</p> 

Source: Company Data

ทำเลที่ตั้งของสาขาทั้ง 4 แแบรนด์ของบริษัท (สิ้นเดือน ก.ย. 21)

Brand	จำนวนสาขา	รายชื่อสาขา					
	10	สีแม่ทศกัณฐ์	เซฟเซ็นเตอร์	ตลาดสาย 2	ประชาภิเวศน์ 1	เอกมัย	เสรีมาร์เก็ต พระราม 9
		เดอะทรีโอ	ตลาดเสรีบี เพชรเกษม 28	เพชรเกษม 56	วิคตอเรีย การ์เด็น		
	11	ประดิษฐ์บุธรรม	จัดรัสจามจุรี	เพียวเพลส งามคำแหง 110	นวลจันทร์	เดอะแจ๊ส รังหิน	เดอะไนน์ พระราม 9
		ฟู๊ดวิลล่า ราชพฤกษ์	เดอะสตรีท รัชดา	เดอะคริสตัล เอกมัย-รามอินทรา	โลดส์ ลาดกระบัง	โรบินสัน ลาดกระบัง	
	3	เซ็นทรัล ลาดพร้าว	เซ็นทรัล ปิ่นเกล้า	แฟชั่นไอซ์แลนด์			
	1	ตลาดเทพเจริญ					

Source: Company Data

รูปตัวอย่างสินค้าของ Healthiness ประกอบด้วย 2 แแบรนด์ของตนเอง PRIME และ BESUTO



Source: Company Data

สินค้าส่วนใหญ่ของบริษัทจัดซื้อจากผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายภายนอก

สินค้าหลักของบริษัทประกอบด้วย ยา ผลิตภัณฑ์อาหารเสริม อุปกรณ์ทางการแพทย์ ซึ่งบริษัทได้จัดซื้อจากผู้ผลิตโดยตรง และผ่านตัวแทนจำหน่ายที่ได้รับการแต่งตั้งจากผู้ผลิต โดยผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายต้องขึ้นทะเบียนเป็นผู้ขายที่ได้รับอนุมัติ (Approved Vendor List) ซึ่ง Icare Health ได้จัดซื้อจากผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายภายนอกกว่า 97.7% และ 96.1% ของมูลค่าการซื้อสินค้ารวมในปี 2020-1H21 ตามลำดับ และส่วนที่เหลืออีกราว 2.32% และ 3.92% ตามลำดับ มาจากการซื้อภายในกลุ่มบริษัทคือ ซื้อจาก Healthiness ซึ่งปัจจุบันมี 2 แบรินด์หลักคือ PRIME และ Besuto โดย Healthiness ได้จัดซื้อจากผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายภายนอกหลายราย ทั้งนี้กลุ่มบริษัทมีการสั่งซื้อจากผู้จัดจำหน่ายรายใหญ่ 2 ราย คิดเป็นสัดส่วนรวม 67.2% และ 68.3% ของมูลค่าการจัดซื้อสินค้าของกลุ่มบริษัทในงวด 2020-1H21 ตามลำดับ ถือเป็นลักษณะการดำเนินธุรกิจปกติของร้านขายยา เพราะผู้ผลิตยาและผลิตภัณฑ์อาหารเสริมส่วนใหญ่จะแต่งตั้งให้ผู้จัดจำหน่าย 2 รายนี้เป็นตัวแทนจำหน่าย ซึ่งบริษัทได้ติดต่อสั่งซื้อและมีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้จัดจำหน่ายทั้ง 2 รายมากกว่า 28 ปี

ตัวอย่างรายชื่อผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายสินค้าให้กับกลุ่มบริษัท

กลุ่มบริษัท / ผลิตภัณฑ์	ผู้ผลิตหรือผู้จัดจำหน่าย
Icare Health (สินค้าทั้ง 4 กลุ่ม)	บจ.ดีเคเอสเอช (ประเทศไทย) บจ.ซิลลิค ฟาร์มา บจ.เบอร์ลินฟาร์มาซูติคอลลอินดัสตรี บจ.อ้วยอันไอสด องค์การเภสัชกรรม บจ.เอ.เอ็น.บี ลาบอราตอรี (อำนวยการเภสัช) บมจ.เท็กซ์ไทล์เพรสทิจ เป็นต้น
PRIME	บจ.นูทริชั่น โปรเฟส บจ.ฟูดแมมริคส์ โกลบอล
Besuto	บจ.เอวีเอส อินโนเวชั่น (เป็นบริษัทในกลุ่มอุทยานวิทยาศาสตร์แห่งประเทศไทย) ร่วมพัฒนา Besuto 12 Hand Cleansing Gel บจ.อิคาริ เทรดิง (ประเทศไทย) บจ.กรีนสวีลล์ บมจ.ซาบีน่า บจ.เอสเซลอินเตอร์เนชั่นแนล

Source: Company Data

แนวโน้มอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมยาในประเทศไทยยังมีอัตราการเติบโตต่อเนื่อง

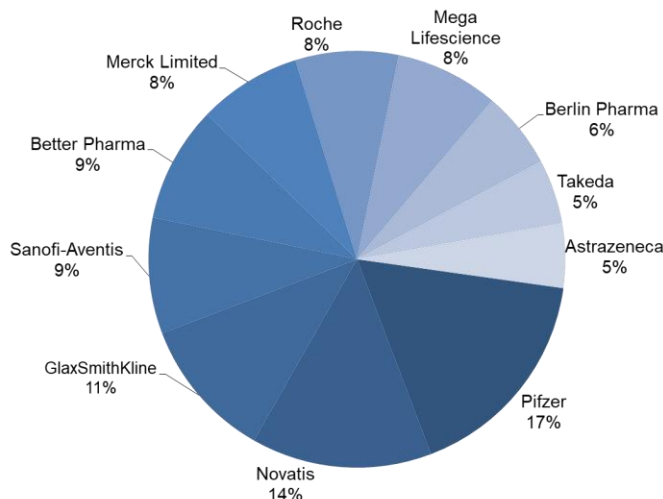
อุตสาหกรรมยาครอบคลุมยาแผนปัจจุบัน และเวชภัณฑ์ที่ใช้ในการวินิจฉัยและรักษาโรคทุกประเภท โดยยาแผนปัจจุบันแบ่งได้เป็น 2 ประเภทคือ 1) ยาต้นตำรับหรือยาต้นแบบ (Original Drug) หรือ ยาจดสิทธิบัตร (Patented Drug) คือยาที่ผ่านการวิจัยและพัฒนาซึ่งต้องใช้ระยะเวลานานในการศึกษาวิจัย ทำให้มีค่าใช้จ่ายลงทุนสูง และจะได้รับสิทธิบัตรผูกขาดในการผลิตยาเป็นเวลา 20 ปี เมื่อครบกำหนด ผู้ผลิตรายอื่นสามารถผลิตยานั้นออกจำหน่ายได้ 2) ยาชื่อสามัญ (Generic Drug) เป็นการผลิตลอกเลียนสูตรยาต้นตำรับ/ยาต้นแบบ ผลิตขึ้นภายใต้เครื่องหมายการค้าที่ไม่ใช่เครื่องหมายการค้าตามสิทธิของผู้ครองสิทธิบัตรยา แต่มีตัวยาสำคัญชนิดเดียวกันกับยาต้นตำรับ เป็นการผลิตเมื่อสิทธิบัตรของยาต้นตำรับนั้นหมดอายุแล้ว และด้วยต้นทุนวัตถุดิบที่ต่ำกว่า อีกทั้งไม่มีค่าใช้จ่ายในการวิจัยพัฒนาตัวยา ทำให้ต้นทุนการผลิตยาชื่อสามัญต่ำกว่ายาต้นตำรับค่อนข้างมาก

เนื่องจากอุตสาหกรรมยาและเวชภัณฑ์เป็นอุตสาหกรรมที่ใช้เงินลงทุนสูงในการวิจัยและพัฒนาวัตถุดิบสำหรับตัวยาใหม่อย่างต่อเนื่อง ทำให้ฐานการผลิตยาและเวชภัณฑ์หลักของโลกโดยเฉพาะยาจดสิทธิบัตรกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วได้แก่ สหรัฐ ยุโรป และญี่ปุ่น เป็นต้น อีกทั้งประเทศเหล่านี้ยังสามารถผลิตเพื่อส่งออกยาและเวชภัณฑ์ออกมายังตลาดโลกได้ ในขณะที่ประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่ยังเป็นเพียงผู้นำเข้ายาต้นตำรับซึ่งมีราคาสูง

สำหรับอุตสาหกรรมยาแผนปัจจุบันของไทยส่วนใหญ่คือการผลิตยาสำเร็จรูป ยาที่ผลิตได้จึงเป็นยาชื่อสามัญ ซึ่งจะมีการนำเข้าวัตถุดิบสำคัญจากต่างประเทศ โดยผู้ผลิตยาหลักของภาครัฐคือ องค์การเภสัชกรรม (GPO) ซึ่งในปี 2017 ได้มีการประกาศใช้พรบ.จัดซื้อจัดจ้างและการบริหารพัสดุฉบับใหม่ โดยให้โรงพยาบาลรัฐไม่จำเป็นต้องซื้อยาจาก GPO เป็นหลัก ทำให้เกิดการแข่งขันระหว่าง GPO และผู้ประกอบการเอกชน รวมถึงผู้ประกอบการต่างชาติที่ผลิตยาราคาถูกออกมาจำหน่าย สามารถแบ่งผู้ประกอบการเป็น 2 กลุ่มคือ 1) หน่วยงานภาครัฐ ได้แก่ GPO และโรงงานเภสัชกรรมทหาร เน้นผลิตยาชื่อสามัญ และจำหน่ายในประเทศ 2) บริษัทภาคเอกชน ประกอบด้วย 2.1 บริษัทของคนไทย ส่วนใหญ่เป็นยาสามัญทั่วไป เช่น บจ.เบอร์ลินฟาร์มาซูติคอลอินดัสทรี, บจ.ไทยนครพัฒนา, บจ.สยามฟาร์มาซูติคอล, บจ.ไบโอฟาร์มเคมิคอล, บจ.สยามเภสัช เป็นต้น และยังมีผู้ผลิตที่มีการรับจ้างผลิตเช่น บมจ.เมก้าไลฟ์ไซแอนซ์ (MEGA), บจ.ไบโอแอล และบจ.โอลิค (ประเทศไทย) ล่าสุดมี บมจ.อินเตอร์ ฟาร์มา (IP) ที่เข้าซื้อโรงงานผลิตยา และ 2.2 บริษัทยาของต่างชาติ ซึ่งถือหุ้นส่วนใหญ่โดยต่างชาติ เป็นตัวแทนนำเข้ายาต้นตำรับหรือยาจดสิทธิบัตรมาจำหน่ายในราคาที่ค่อนข้างสูง และยังมีบางรายเข้ามาตั้งโรงงานผลิตยาสำเร็จรูปด้วย เช่น Pfizer, Novatis และ Roche เป็นต้น

คาดการณ์มูลค่าตลาดยาในปี 2021-2022 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 4.5%-5% ตามความต้องการใช้ยาสูงขึ้น จากการเจ็บป่วยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มโรคติดต่อ และโรคไม่ติดต่อเรื้อรัง, จำนวนประชากรผู้สูงอายุเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง, กระแสใส่ใจสุขภาพที่ยังเติบโตต่อเนื่องหลังเผชิญ COVID-19 และจำนวนผู้ป่วยต่างชาติที่คาดว่าจะกลับมาใช้บริการในไทย

สัดส่วนรายได้ปี 2018 ของบริษัทผู้ผลิตยารายใหญ่

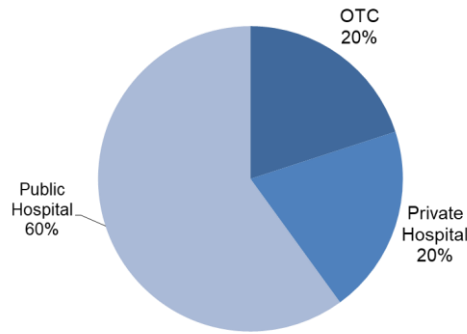


Source: Company Filing (BOL, ศูนย์วิจัยธนาคารกรุงศรีอยุธยา)

แนวโน้มการเติบโตของช่องทางจำหน่ายยาผ่านร้านขายยา

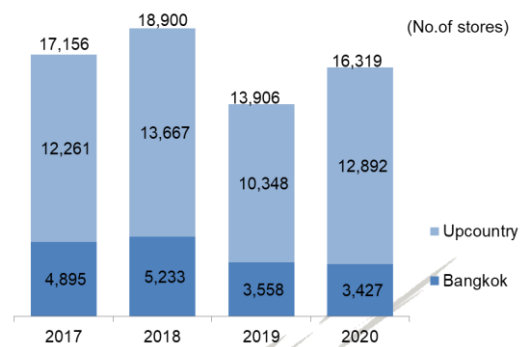
ในช่วงปี 2013-2018 มูลค่าตลาดยาในประเทศไทยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยปีละ 4%-5% โดยในปี 2019 มูลค่าตลาดยาเท่ากับ 1.84 แสนลบ. (+4.2% Y-Y) และในช่วง 1Q21 ยังเติบโตเพิ่มขึ้น 7.5% Y-Y เท่ากับ 5.7 พันลบ. เนื่องจากสถานการณ์ COVID-19 โดยแบ่งเป็น 1) ยาที่จำหน่ายผ่านโรงพยาบาลและสั่งจ่ายโดยแพทย์ (Prescription Drug) มีมูลค่าตลาดในปี 2019 เท่ากับ 1.49 แสนล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 80% ของมูลค่าตลาดยาของไทย และ 2) ยาที่จำหน่ายผ่านร้านขายยา (OTC Drug) มีมูลค่าตลาด 3.55 หมื่นลบ. คิดเป็น 20% ของมูลค่าตลาดยาของไทย

สัดส่วนช่องทางการจำหน่ายยาในไทยปี 2019



Source: Company Filing (ศูนย์วิจัยธนาคารกรุงศรีอยุธยา)

จำนวนร้านขายยาแผนปัจจุบัน (ช.ย.1)



Source: Company Filing (สภ.คณะกรรมการอาหารและยา)

แม้ระบบประกันสุขภาพของรัฐมีผลให้คนไข้บางส่วนเปลี่ยนไปรับการรักษาที่โรงพยาบาลแทนการซื้อยาจากร้านขายยา แต่ร้านขายยายังเป็นช่องทางที่ประชาชนเลือกใช้บริการเมื่อมีอาการเจ็บป่วยเบื้องต้น ทำให้สามารถดูแลตนเองได้โดยไม่ต้องพบแพทย์ ในขณะที่ยังสามารถปรึกษาเภสัชที่ประจำอยู่ในร้านขายยาได้ด้วย จากมูลค่าตลาดยาที่จำหน่ายผ่านร้านขายยาในสัดส่วนที่ยังไม่มากเพียง 20% ของมูลค่าตลาดยาทั้งหมด โดยมีจำนวนร้านขายยาประเภทต่างๆรวมทั้งสิ้น 20,516 แห่ง ในปี 2019 ประกอบด้วย ขายยาแผนปัจจุบัน ช.ย.1 (ร้านของบริษัทอยู่ในกลุ่มนี้) มีสัดส่วนมากที่สุด 13,906 แห่ง หรือคิดเป็น 68% ของจำนวนร้านขายยาทั้งหมด ส่วนที่เหลือจะเป็น ขายยาแผนปัจจุบันเฉพาะยาบรรจุเสร็จที่ไม่ใช่ยอนัตรายหรือควบคุมพิเศษ ช.ย.2, ขายยาแผนปัจจุบันเฉพาะยาบรรจุเสร็จสำหรับสัตว์ ช.ย.3, ขายยาส่งแผนปัจจุบัน ช.ย.4, นำเข้าหรือสั่งยาแผนปัจจุบันเข้ามาในราชอาณาจักร น.ย.1, ผลิตยาแผนปัจจุบัน ผ.ย.1, ขายยาแผนโบราณ ช.ย.บ., นำเข้าหรือสั่งยาแผนโบราณเข้ามาในราชอาณาจักร น.ย.บ. และผลิตยาแผนโบราณ ผ.ย.บ.

เราได้เน้นการพิจารณาไปที่ร้านขายยาแผนปัจจุบัน ช.ย.1 เพราะธุรกิจของบริษัทจัดอยู่ในกลุ่มนี้ พบว่าจำนวนร้านขายยา ช.ย.1 ในปี 2019 ได้ปรับลดลง 26.4% เป็น 13,906 แห่ง จาก 18,900 แห่งในปี 2018 เป็นผลจากกฎหมายใหม่ประกาศกระทรวงสาธารณสุขเรื่อง “การกำหนดเกี่ยวกับสถานที่ อุปกรณ์ และวิธีปฏิบัติทางเภสัชกรรมชุมชน ในสถานที่ยาแผนปัจจุบันตามกฎหมายว่าด้วยยา พ.ศ. 2557 (2014)” ภายใต้แนวคิด Good Pharmacy Practice (GPP)

- กำหนดให้ร้านขายยาต้องมีเภสัชกรอยู่ประจำร้าน, มีพื้นที่ขายหรือให้คำปรึกษาไม่น้อยกว่า 8 ตร.ม. และเป็นสถานที่ที่สามารถควบคุมอุณหภูมิได้ (หรือ ต้องติดตั้งเครื่องปรับอากาศ)
- กรมสรรพากรกำหนดให้ร้านขายยาต้องจดทะเบียนและเสียภาษีให้ถูกต้อง
- มีระยะเวลาผ่อนผันให้ปรับปรุงเป็นเวลา 8 ปี มีการประเมิน 5 ด้านได้แก่ สถานที่ อุปกรณ์ บุคลากร คุณภาพยา และการบริการ แบ่งเป็น 3 ระยะ 1. ภายในสิ้นปี 2018 2. ภายในสิ้นปี 2020 และ 3. ภายในปี 2022

นอกเหนือจะต้องปรับปรุงให้ผ่านเกณฑ์ตามที่กฎหมายกำหนดแล้ว แต่ก็ยังมีผู้ประกอบการบางส่วนไม่ผ่านการรับรองมาตรฐานร้านยาคุณภาพ (GPP) และไม่สามารถต่ออายุใบอนุญาตได้ ส่งผลให้ผู้ประกอบการส่วนหนึ่งได้เลิกกิจการไป และร้านขายยารายย่อยได้หายไปจากระบบจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม ในปี 2020 พบว่าจำนวนร้านขายยาในต่างจังหวัดได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้ง ส่งผลให้จำนวนร้านขายยา ช.ย. 1 ทั้งประเทศปรับขึ้นเป็น 16,319 ร้าน (+17.3% Y-Y)

อย่างไรก็ตาม เรามองว่ามาตรฐาน GPP ได้ส่งผลอย่างมากต่อธุรกิจร้านขายยา แต่ถือเป็นบวกต่อธุรกิจของ HL ที่สามารถปฏิบัติตามมาตรฐานต่างๆได้ครบถ้วนมาโดยตลอด และครบทั้ง 3 ระยะแล้ว ทำให้ได้เปรียบในการแข่งขันและทำให้ลูกค้าเชื่อมั่นต่อการให้บริการได้อย่างมีคุณภาพของร้านขายยาในกลุ่มบริษัท

มองร้านขายยา Chain store มีความได้เปรียบเหนือคู่แข่ง Stand Alone และ Modern Trade

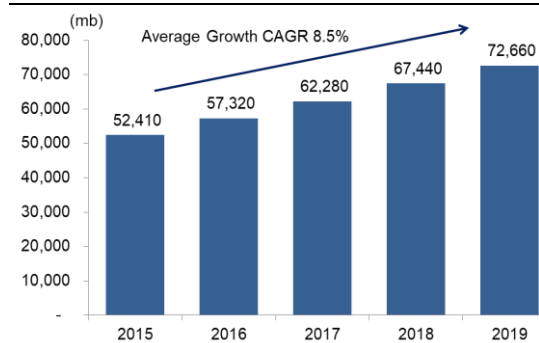
ภาพรวมในอุตสาหกรรมยาและอาหารเสริมถือว่ามีการแข่งขันสูงระดับหนึ่ง จากจำนวนผู้ประกอบการร้านค้าปลีก/ร้านขายยาทั่วไป (Stand Alone) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการขนาดกลางและเล็ก (SME) ที่มีสัดส่วนมากถึง 80% ของจำนวนร้านขายยาแผนปัจจุบันทั้งหมด โดยผู้ประกอบการดังกล่าวจะต้องเผชิญการแข่งขันที่สูงขึ้นจากการขยายตัวของผู้ประกอบการรายใหญ่ที่เป็น Chain Store ที่มีการลงทุนในรูปแบบสาขาตนเอง และ Franchise นอกจากนี้ยังมีผู้ประกอบการ Modern Trade รายใหญ่ที่มีการแตกไลน์ธุรกิจ แบ่งพื้นที่ในร้านค้าปลีกสินค้าอุปโภคบริโภคบางส่วนทำเป็นพื้นที่ขายยาและอาหารเสริมควบคู่ไปด้วย อย่างไรก็ตาม เรายังมองผู้ประกอบการร้านขายยาและผลิตภัณฑ์อาหารเสริมในรูปแบบ Chain Store ยังมีความได้เปรียบในแง่ของการแข่งขันต่อผู้ประกอบการ Stand Alone จากจำนวนสาขาที่มากกว่า ทำให้มีอำนาจการต่อรองกับ Supplier สูงกว่า ซึ่งจะสร้างความได้เปรียบทั้งในแง่ของราคาสินค้า และแบรนด์ร้านขายยาเป็นที่รู้จัก อีกทั้งเรายังมองว่าได้เปรียบเหนือคู่แข่งที่เป็นผู้ประกอบการ Modern Trade และแบ่งโซนเป็นพื้นที่ขายยา แม้จำนวนสาขาของ Modern Trade จะมากกว่า แต่อาจเผชิญปัญหาไม่มีเภสัชกรอยู่ประจำร้านได้ตลอดเวลาที่เปิดให้บริการ ทำให้ช่วงเวลาดังกล่าวจะไม่สามารถจำหน่ายยาให้กับลูกค้าได้ กอปรกับความหลากหลายของยาจะน้อยกว่าร้านขายยาและผลิตภัณฑ์อาหารเสริมแบบ Chain store โดยเฉพาะยารักษาโรคเฉพาะอย่าง

แนวโน้มความต้องการผลิตภัณฑ์อาหารเสริมจะกลับมาเติบโตหลัง COVID-19 คลี่คลาย

ในช่วงที่ผ่านมาผลิตภัณฑ์อาหารเสริมถือเป็นกลุ่มที่มีอัตราการเติบโตค่อนข้างดี โดยมูลค่าตลาดวิตามินและผลิตภัณฑ์อาหารเสริมของไทยในปี 2015 เท่ากับ 5.24 หมื่นลบ. ได้ขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็น 7.27 หมื่นลบ. ในปี 2019 คิดเป็นอัตราการเติบโต CAGR 8.5% ตามกระแสใส่ใจสุขภาพของผู้บริโภค, ช่องทางการซื้อขายทำได้ง่ายผ่านช่องทางออนไลน์ และยังเป็นธุรกิจที่มีอัตรากำไรที่ค่อนข้างสูง ส่งผลให้มีผู้ประกอบการ โดยเฉพาะ SME เข้ามาจำนวนมาก และส่วนใหญ่ใช้วิธีจ้างโรงงาน OEM เป็นผู้ผลิต และให้ดำเนินขั้นตอนการขออนุญาตของทางราชการ และนำมาจำหน่ายภายใต้แบรนด์ของตนเอง

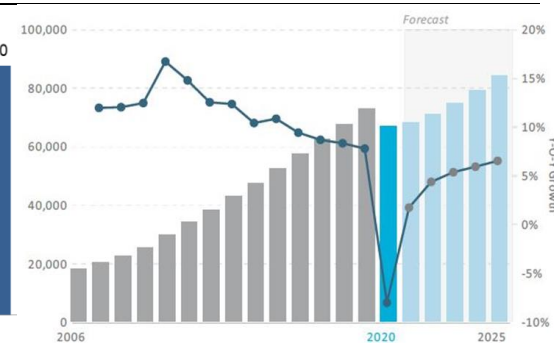
Euromonitor ได้คาดการณ์มูลค่าตลาดวิตามินและผลิตภัณฑ์อาหารเสริมของไทยในปี 2020 อยู่ที่ 6.68 หมื่นลบ. ลดลงราว -8% Y-Y โดยระบุว่าเกิดจากผลกระทบของ COVID-19 รวมถึงปัญหาภัยแล้ง ทำให้กระทบต่อไปยังภาวะหนี้ครัวเรือนสูงขึ้น อัตราการว่างงานสูงขึ้น และอุตสาหกรรมท่องเที่ยวชะงัก ซึ่งล้วนแต่เป็นลบต่อรายได้ครัวเรือน และกำลังซื้อ ทำให้ผู้บริโภคต้องมีการปรับเปลี่ยนพฤติกรรม ลดการจับจ่ายใช้สอยของที่จำเป็นน้อยกว่า (เช่น วิตามินและอาหารเสริม) ขณะที่สินค้าจำเป็นและยังต้องซื้อต่อเนื่องได้แก่ อาหาร และยารักษาโรค อย่างไรก็ตาม ได้คาดการณ์ว่ามูลค่าตลาดวิตามินและผลิตภัณฑ์อาหารเสริมของไทยในอีก 5 ปีข้างหน้า 2021-2025 จะกลับมาเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยคาดในปี 2025 จะมีมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้นเป็น 8 หมื่นลบ. จากเทรนด์ของผู้บริโภคที่หันมาให้ความสำคัญกับการดูแลสุขภาพในเชิงป้องกันมากขึ้น รวมถึงการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ ทำให้ความต้องการผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพเพิ่มขึ้น

มูลค่าตลาดวิตามินและอาหารเสริม 2015-19



Source: Company Filing (Euromonitor International)

คาดการณ์มูลค่าตลาดวิตามินและอาหารเสริม 2025



Source: Company Filing (Euromonitor International)

ประเด็นการลงทุน

ผู้ก่อตั้งบริษัท และทีมผู้บริหารคือเภสัชกรที่มีความรู้และประสบการณ์มายาวนาน

จุดเริ่มต้นของกลุ่มบริษัทเกิดขึ้นตั้งแต่ปี 1993 หรือเมื่อ 28 ปีที่แล้ว โดยภญ.มัทยา พันธุกานนท์ ซึ่งมีประสบการณ์เป็นเภสัชกรในโรงพยาบาลเอกชน เป็นผู้แทนยาของบริษัทผลิตยาต่างประเทศ และเป็นอาจารย์คณะเภสัชศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อีกทั้งยังมีส่วนร่วมในการบริหาร “ไอสดกาลา” ซึ่งเป็นร้านยาต้นแบบในคณะเภสัชศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และด้วยปณิธานที่อยากให้เภสัชกรชุมชนเป็นที่พึ่งให้กับคนในชุมชนต่างๆ จึงได้เปิดร้านขายยาขึ้นในปี 1993 และได้กลายเป็นร้านยาคุณภาพรุ่นแรกของสภาเภสัชกรรมในปี 2004 จากนั้นจึงได้จัดตั้ง บจ.ไอแคร์ เฮลท์ เปลี่ยนชื่อร้านเป็น iCare และขยายร้าน vitaminclub และ Super Drug หลังจากนั้นได้เข้าซื้อ บจ.ฟาร์แมกซ์ รีเทล ในปี 2018 ซึ่งกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมได้จัดตั้งร้านขายยาในปี 2007 ภายใต้ชื่อ Pharmax มุ่งเป็นศูนย์ค้าปลีกราคาส่งด้วยยาที่มีคุณภาพมาตรฐาน และได้รับการยอมรับจากสถาบันการศึกษา และเริ่มเป็นแหล่งฝึกงานของนิสิตนักศึกษาคณะเภสัชศาสตร์ตั้งแต่ปี 2010 และได้มีการขยายสาขาเรื่อยมา หลังจากนั้นในปี 2018 ครอบครัวคุณมัทยา ได้เข้าซื้อหุ้นทั้งหมดจากผู้ถือหุ้นเดิม โดยบจ.เฮลท์ลีด ซึ่งถือหุ้น 100% ใน Icare Health และ Healthiness ในปัจจุบัน

นอกจากผู้ก่อตั้งภญ.มัทยา พันธุกานนท์ ซึ่งเป็นผู้มีความรู้และประสบการณ์ในธุรกิจมานานกว่า 28 ปี ปัจจุบันยังดำรงตำแหน่งกรรมการ และประธานกรรมการบริหารแล้ว ผู้บริหารของกลุ่มบริษัท ทั้งประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ประธานเจ้าหน้าที่ฝ่ายปฏิบัติการ ผู้อำนวยการฝ่ายปฏิบัติการ และผู้อำนวยการฝ่ายการตลาดและส่งเสริมการขาย ล้วนแต่เป็นเภสัชกรทั้งสิ้น ทำให้มีความรู้ ความเข้าใจผลิตภัณฑ์และการดำเนินธุรกิจร้านขายยาเป็นอย่างดี และสร้างความเชื่อมั่นให้กับทั้งลูกค้าที่มาใช้บริการ รวมถึงนักลงทุนยังมั่นใจต่อความสามารถและความเชี่ยวชาญของผู้บริหารได้

ตำแหน่งและรายชื่อผู้บริหารของ HL

ตำแหน่ง	รายชื่อผู้บริหาร
กรรมการ และประธานกรรมการบริหาร	ภญ.มัทยา พันธุกานนท์
กรรมการ และประธานเจ้าหน้าที่บริหาร	ภก.ร.อ.รัชพล ชลวัฒนสกุล
กรรมการ และประธานเจ้าหน้าที่ฝ่ายปฏิบัติการ	ภก.ศุภกร พันธุกานนท์
ผู้อำนวยการฝ่ายปฏิบัติการสาขา	ภก.ภณัท ทอสูงมาก
ผู้อำนวยการฝ่ายส่งเสริมการตลาดและส่งเสริมการขาย	ภญ.ภัทรวรรณ ศิริพงษ์วิไล

Source: Company Data

ร้านขายยาต้องมีเภสัชกร บริษัทสามารถจัดหาเภสัชกร Full Time ได้เพียงพอมาโดยตลอด

เภสัชกรประจำร้านขายยาถือเป็นหนึ่งในหัวใจหลักของการดำเนินธุรกิจร้านขายยา เพราะ 1. กฎหมายกำหนดให้ร้านขายยาต้องมีเภสัชกรประจำร้าน และหากเวลาใดเภสัชกรไม่สามารถอยู่ประจำร้านได้ ในช่วงเวลานั้นจะไม่สามารถจำหน่ายยาให้กับลูกค้าได้ (เราอาจเห็นบางร้านมีการปิดม่านบังยา ในช่วงเวลาที่เภสัชกรไม่อยู่) และ 2. เภสัชกรถือเป็นบุคคลสำคัญที่ดึงดูดลูกค้าให้กลับมาใช้บริการ จนกลายเป็นลูกค้าประจำของร้านได้ จากการให้คำแนะนำที่ถูกต้อง และสามารถรักษาอาการเจ็บป่วยได้ด้วยยาสำหรับโรคที่ไม่ร้ายแรง หรือช่วยบรรเทาอาการเจ็บป่วยเบื้องต้น สิ่งที่เป็นอุปสรรคอย่างหนึ่งของธุรกิจร้านขายยา คือ ไม่สามารถหาเภสัชกรมาประจำร้านได้เต็มเวลา

เรามองประเด็นนี้เป็นจุดแข็งของบริษัท เนื่องจากได้มีการทำบันทึกข้อตกลงโครงการความร่วมมือกับสถาบันการศึกษาชั้นนำหลายแห่ง เพื่อสร้างความร่วมมือทางวิชาการและพัฒนาบุคลากรทางวิชาชีพเภสัชกรรม โดยเปิดรับเป็นสถานที่ฝึกงานของนิสิตนักศึกษา คณะเภสัชศาสตร์จากสถานศึกษาต่างๆ อีกทั้งภญ.มัทยา พันธุกานนท์ เคยเป็นอาจารย์คณะเภสัชศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และปัจจุบัน ภก.ร.อ.รัชพล ชลวัฒนสกุล ดำรงตำแหน่งอาจารย์พิเศษคณะเภสัชศาสตร์ มหาวิทยาลัยที่มีชื่อเสียงหลายแห่ง ทำให้มีจำนวนเภสัชกรเพียงพอในการดำเนินธุรกิจอย่างต่อเนื่อง โดยมีเภสัชกรเต็มเวลา Full Time จำนวน 46 คน ณ สิ้น 1H21 ภายใต้ 25 สาขา และยังมีเภสัชกร Part Time หมุนเวียนอีกราว 70-90 คนต่อเดือน

ด้วยประสบการณ์ยาวนาน ทำให้มีความสัมพันธ์ที่ดีกับทั้งผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายสินค้า

ด้วยแนวทางการดำเนินธุรกิจของผู้ผลิตยาต่างประเทศ ซึ่งจะแต่งตั้งตัวแทนผู้จัดจำหน่าย ทำให้ผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายมีอำนาจการต่อรองสูงระดับหนึ่ง ซึ่งเป็นหนึ่งในอุปสรรคของผู้ประกอบการร้านขายยารายใหม่ เพราะยังไม่เคยเป็นคู่ค้ากันมาก่อน อาจไม่ได้รับความไว้วางใจจากผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่าย และหากปริมาณการสั่งซื้อน้อย เพราะจำนวนสาขาน้อย อาจได้ต้นทุนสินค้าในระดับที่สูงกว่าผู้ประกอบการรายเก่าที่เป็นคู่ค้ากันมานาน และมีจำนวนสาขามากกว่า ในขณะที่ผู้บริหารของบริษัทมีประสบการณ์ในธุรกิจร้านขายยายาวนานกว่า 28 ปี และมีความสัมพันธ์อันดีกับคู่ค้า ทั้งผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายมาโดยตลอด ถือเป็นอีกหนึ่งจุดแข็งที่ทำให้บริษัทได้รับการสนับสนุนจากคู่ค้า และด้วยความเชี่ยวชาญของผู้บริหารส่วนใหญ่ที่เป็นเภสัชกร ทำให้มีความเข้าใจในการคัดเลือกผลิตภัณฑ์ที่เป็นที่ต้องการของลูกค้า เข้ามาจำหน่าย และยังสามารถจัดหาได้อย่างเพียงพอและทันเวลา และจากการปรับโครงสร้างในปี 2018 ที่มีการรวมร้านขายยา Pharmax เข้ามา ทำให้มีจำนวนร้านขายยาในกลุ่มบริษัทเพิ่มมากขึ้นจาก 14 สาขา (ก่อนรวม Pharmax) เป็น 25 สาขา ในปี 2018 ส่งผลให้อำนาจการต่อรองของกลุ่มบริษัทเพิ่มขึ้นมาก เป็นบวกต่อต้นทุนการสั่งซื้อผลิตภัณฑ์ ยา อาหารเสริม และผลิตภัณฑ์กลุ่มอื่นๆ

การบริหารสินค้าคงคลังคืออีกหนึ่งกลยุทธ์สำคัญของการบริหารร้านขายยา

เนื่องจากสินค้าหลักของบริษัทคือ ยารักษาโรค เวชภัณฑ์ อุปกรณ์การแพทย์ และสินค้าอื่นๆ ที่ส่งผลโดยตรงต่อสุขภาพของผู้ใช้ ดังนั้นอายุของสินค้าที่วางอยู่หน้าร้าน และที่ถูกจัดเก็บอยู่ในคลังจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องมีการบริหารอยู่ตลอดเวลา ซึ่งบริษัทได้พัฒนาระบบการจัดการคลังสินค้าเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด โดยมีการเชื่อมโยงข้อมูลสินค้าของทุกสาขา และยังช่วยวิเคราะห์การสั่งซื้อในปริมาณที่เหมาะสม บริษัทมีการจัดเรียงสินค้าในรูปแบบ ABC Analysis แบ่งสินค้าตามความสำคัญ และการหมุนเวียนของสินค้าแต่ละชนิด (จัดสินค้าที่หมุนเวียนสูงอยู่ด้านหน้า เพื่อให้ขนย้ายสะดวก) ส่วนการบริหารสินค้าภายในคลังจะใช้รูปแบบ FIFO มีการตรวจนับสินค้าอย่างสม่ำเสมอ (ตรวจนับประจำเดือน และประจำปี) รวมถึงมีการตรวจสอบอายุของสินค้า และรายงานสินค้าที่ไม่เคลื่อนไหวอย่างสม่ำเสมอ แม้ยารักษาโรคส่วนใหญ่จะมีสัญญาที่สามารถคืนสินค้าให้แก่ผู้ผลิตหรือผู้จัดจำหน่ายได้เกือบทั้งหมด อีกทั้งยังเป็นสินค้าจำเป็นพื้นฐาน ทำให้มีความเสี่ยงด้านสินค้าล้าสมัยต่ำ แต่ยังมีสินค้าบางกลุ่มที่ไม่สามารถคืนสินค้าได้ บริษัทจึงกำหนดนโยบายด้วยหลัก Conservative ในอดีตที่ผ่านมาปี 2018-2020 กลุ่มบริษัทมีการตั้งค่าเผื่อการปรับลดมูลค่าสินค้าคงเหลือ 1.69 ลบ. ซึ่งเป็นสินทรัพย์เสื่อมสภาพหรือทำลายของ Healthiness ตั้งแต่ก่อนรวมธุรกิจกับ Icare Health โดยคิดเป็นสัดส่วนเพียง 1.38%/1.2%/1.27% ของมูลค่าสินค้าคงเหลือปี 2018-2020 ตามลำดับ และได้มีการทำลายเรียบร้อยแล้วในเดือน มิ.ย. 2021 ทำให้สิ้น 2Q21 มีค่าเผื่อการปรับลดมูลค่าสินค้าคงเหลือเพียง 0.12 ลบ. คิดเป็น 0.09% ของมูลค่าสินค้าคงเหลือ อีกทั้งยังมีวันหมุนเวียนสินค้าคงเหลือลดลงต่อเนื่องในปี 2018-1H21 อยู่ที่ 74 วัน/ 65 วัน/ 59 วัน และ 56 วัน ตามลำดับ สะท้อนถึงประสิทธิภาพการบริหารจัดการสินค้าคงเหลือที่ดีขึ้นต่อเนื่อง ไม่น่ากังวลแต่อย่างใด

ค่าเผื่อการปรับลดมูลค่าสินค้าคงเหลือ และวันหมุนเวียนสินค้าคงเหลือปรับลดลง

สินค้าคงเหลือ (ลบ.)	2018	2019	2020	1H21
ยาและผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร	77.06	94.47	82.28	85.16
สินค้าสุขภาพสำหรับภายนอกร่างกาย	15.61	17.72	13.80	14.33
อุปกรณ์การแพทย์และของใช้ในบ้าน	22.95	18.28	30.06	30.15
สินค้าบริโภค	5.29	8.19	3.16	5.62
วัสดุสิ้นเปลือง	--	0.29	0.66	0.58
ค่าเผื่อปรับลดมูลค่าสินค้า	1.69	1.69	1.69	0.12
รวมมูลค่าสินค้าคงเหลือ	122.6	140.64	132.65	135.83
%ค่าเผื่อปรับลดมูลค่าสินค้าคงเหลือต่อมูลค่าสินค้าคงเหลือ	1.38%	1.20%	1.27%	0.09%
วันหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (วัน)	74	65	59	56

Source: Company Data

จำนวนสาขายังไม่มาก แต่ผลการดำเนินงานเด่นกว่าคู่แข่ง

แม้บริษัทจะมีจำนวนสาขาไม่มากเมื่อเทียบกับคู่แข่งที่เป็น Chain Store เหมือนกัน ส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่อยู่นอกตลาด และมีจำนวนสาขามากกว่าบริษัท ได้แก่ Fascino, Save Drug, ร้านยากรุงเทพ และ P&F โดย Fascino มีรายได้ในปี 2020 อยู่ที่ 1,363 ลบ. มากกว่ากลุ่มบริษัท แต่มีกำไรต่ำกว่า ขณะที่ Save Drug และร้านยากรุงเทพประสบผลขาดทุน ขณะที่คู่แข่งที่มีจำนวนสาขาใกล้เคียงบริษัทคือ Tsuruha และ Lab Pharmacy แต่มีรายได้และผลการดำเนินงานต่ำกว่าบริษัท นอกจากนี้ยังมีผู้ประกอบการ Modern Trade ขนาดใหญ่ได้เข้าสู่ธุรกิจร้านขายยาเช่นเดียวกัน แต่ไม่ได้มีเป้าหมายที่ต้องการเน้นทำธุรกิจร้านขายยา เพราะมีข้อกำหนดมาตรฐานต่างๆที่ค่อนข้างมากและเข้มงวด เพียงแต่เปิดเพื่อให้มีสินค้าจำเป็นครบวงจร เช่น CPALL มีร้านขายยา 2 แปรนตร์คือ eXta และ eXta Plus, BJC มีร้านขายยา Pure ตั้งอยู่ใน BigC Hypermarket เช่นเดียวกับ แม้จะมีจำนวนสาขาค่อนข้างมาก และกระจายทั้งในกทม.และต่างจังหวัด แต่เรามองว่ายังมีจุดที่ด้อยกว่าผู้ประกอบการ Chain Store ได้แก่ 1) ความหลากหลายของยาน้อยกว่า ซึ่งร้านขายยาของ Modern Trade มักมีจำนวน SKU น้อยกว่า โดยเฉพาะยารักษาโรคเฉพาะทาง เช่น MAKRO มีเพียง 1,600 รายการ และ eXta ในร้าน 7-11 มีจำหน่ายเฉพาะยาสามัญประจำบ้าน และผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพ ที่สามารถจำหน่ายได้โดยไม่ต้องมีเภสัชกรแนะนำ 2) ร้านขายยาของ Modern Trade ไม่มีเภสัชกรประจำอยู่ทุกสาขา หรือไม่ได้อยู่ประจำร้านได้ตลอดเวลาที่เปิดให้บริการ ทำให้ลูกค้าไม่สามารถซื้อยาได้ทุกครั้งที่เข้าไปใช้บริการในห้าง และ 3) เป้าหมายของลูกค้าที่ต้องการซื้อยา มักจะเลือกไปร้านขายยาโดยตรง มากกว่าที่จะเข้าไปในห้างค้าปลีกเพื่อซื้อยาเพียงอย่างเดียว ในขณะที่ลูกค้าที่เข้าห้างค้าปลีก ส่วนใหญ่จะมีเป้าหมายเข้าไปซื้อสินค้าอุปโภคบริโภคเป็นหลัก

บริษัทคู่แข่งในธุรกิจร้านขายยา

ชื่อร้าน / บริษัท	จำนวนสาขา			2019		2020	
	กทม.	ตจว.	รวม	รายได้	กำไรสุทธิ	รายได้	กำไรสุทธิ
ผู้ประกอบการ Chain Store							
กลุ่มบริษัท HL	25	--	25	854	27	1,080	56
Fascino / บจ.โปร ฟาสซิโน	14	87	101	1,343	29	1,363	26
Save Drug / บจ.เซฟดริค เซ็นเตอร์	28	64	92	937	-223	782	-119
ร้านยากรุงเทพ / บจ.กรุงเทพ ดริคส์โตร์	97	4	101	818	3	808	-13
P&F / บจ.พี แอนด์ เอฟ อินทิเกรท	28	40	68	745	1	539	0
Tsuruha / บจ.ซุรุฮา (ประเทศไทย)	19	3	22	662	0.7	761	8
Lab Pharmacy / บจ.ดริค แคร์	15	5	20	578	-16	434	-31
ผู้ประกอบการ Modern Trade							
eXta ของ CPALL		10,400		เป็นร้านขายยาที่อยู่ในสาขาของ 7-11 และจำหน่ายเฉพาะยาสามัญประจำบ้านและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพ			
eXta Plus ของ CPALL		309		มีทั้งแบ่งพื้นที่ของร้าน 7-11 และรูปแบบ Stand Alone (รวมถึงสาขา Franchise ด้วย) ที่มีเภสัชกรประจำร้าน			
Pure ของ BJC / BIGC		144		เป็นร้านขายยาที่ตั้งอยู่ในสาขาขนาดใหญ่ของ BigC			
ร้านขายยาของ MAKRO		22		เป็นร้านขายยาที่แบ่งพื้นที่ภายในสาขาของ MAKRO โดยมีจำนวน SKU ไม่มากเพียง 1,600 รายการ			

Source: ข้อมูลจากกลุ่มบริษัท, จำนวนสาขาของผู้ประกอบการ Modern Trade อ้างอิงจากรายงานประจำปีและเว็บไซต์ของแต่ละบริษัท

Note: ข้อมูลรายได้และกำไรปี 2019-20 ของผู้ประกอบการรายอื่นจาก BOL วันที่ 27 ส.ค. 2021 โดยเป็นข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทนั้นๆ มิได้คำนึงถึงข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับบริษัทดังกล่าว

ทำเลที่ตั้งร้านขายยาที่มีศักยภาพเป็นอีกหนึ่งปัจจัยหนุนความสำเร็จ

การจะประสบความสำเร็จในธุรกิจร้านขายยาประกอบด้วยองค์ประกอบและหลายปัจจัย นอกจากผู้บริหารมีความรู้ ความเชี่ยวชาญ และมีประสบการณ์ในธุรกิจร้านขายยาเป็นอย่างดี รวมถึงต้องมีเกสซักรประจำร้านเต็มเวลา เพื่อสร้างความเชื่อมั่น และความประทับใจให้กับลูกค้าแล้ว ทำเลที่ตั้งของร้านขายยาก็เป็นอีกปัจจัยสำคัญในการดำเนินธุรกิจ โดย Icare Health จะเน้นเปิดสาขาในพื้นที่ที่มีศักยภาพ หรือ Prime Location ต้องมีผู้คนสัญจรผ่านจำนวนมาก บริษัทมักเลือกทำเลส่วนด้านหน้าหรือส่วนพื้นที่หลักของโครงการ และต้องมีที่จอดรถให้กับลูกค้าเพื่อความสะดวกในการมาซื้อสินค้า กระจายอยู่ตามพื้นที่ชุมชน ตลาด ศูนย์การค้า ห้างสรรพสินค้า และเน้นเปิดร้านขายยาที่มีขนาดใหญ่ โดยสาขาส่วนใหญ่มีขนาดประมาณ 100-200 ตร.ม ต่อสาขา สามารถจัดวางสินค้าให้ครบครันได้อย่างเพียงพอ และจะเลือกแบรนด์ร้านขายยาให้เหมาะสมกับกลุ่มลูกค้าเป้าหมายในพื้นที่

บริษัทมีแผนนำเงินที่ได้จากการขาย IPO ครั้งนี้ไปใช้สำหรับการขยายสาขาใหม่และปรับปรุงสาขาเดิม และเป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการอีกส่วนหนึ่ง จากจำนวนสาขาทั้งหมดในปัจจุบันที่ 25 สาขา จะเห็นว่าส่วนใหญ่ยังอยู่ในกทม.เป็นหลัก ซึ่งเป็นกลยุทธ์ของบริษัทที่ต้องการเน้นขยายในพื้นที่ที่เป็นแหล่งชุมชนก่อน และยังมีเป้าหมายจะขยายสาขาให้ครอบคลุมพื้นที่กทม. ปริมณฑล อีกทั้งยังมีแผนพัฒนาช่องทางจำหน่ายสินค้าโดยเฉพาะผลิตภัณฑ์อาหารเสริม และสินค้าที่ใช้ภายนอกวางผ่าน Online และ Offline ให้เชื่อมต่อเป็น Omni Channel (ยกเว้น ยา ที่กฎหมายไม่อนุญาตให้ขายผ่านเว็บไซต์ อย.ระบุว่า ยาไม่ใช่สินค้าทั่วไป ไม่อนุญาตให้ขายในเว็บไซต์ หรือนอกสถานที่ขายยา ผู้ขายต้องมีใบอนุญาต และต้องจำหน่ายโดยเภสัชกรเท่านั้น) โดยเราคาดว่าบริษัทจะมีการขยายสาขาใหม่หลังจากนี้ปีละ 4-5 สาขา ซึ่งมองว่าเป็นระดับที่ไม่มากจนเกินไป และบริษัทยังสามารถรักษามาตรฐานการบริหารจัดการร้าน และคลังสินค้าได้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงไม่มีความกังวลต่อการจัดหาเกสซักรประจำร้านแต่อย่างใด

ควบคู่กับการพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่เป็นนวัตกรรม และสนองความต้องการของผู้บริโภค

บริษัทได้ให้ความสำคัญกับการพัฒนาและจำหน่ายสินค้าที่มีคุณภาพ ได้มาตรฐาน มีประสิทธิภาพสูง และปลอดภัยต่อผู้บริโภค รวมถึงการพัฒนาสินค้าด้วยนวัตกรรมใหม่ๆ เพื่อตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคที่ใส่ใจสุขภาพ และหันมานิยมกลุ่มสินค้าที่ดูแลสุขภาพในเชิงป้องกันมากขึ้น โดยบริษัทได้พัฒนาผ่านบริษัทย่อย Healthiness ที่เน้นคิดค้น และพัฒนาร่วมกับทีมวิจัยภายนอก รวมถึงว่าจ้างผู้ผลิต เพื่อจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์และนวัตกรรมเพื่อสุขภาพ เช่น อาหารเสริมภายใต้แบรนด์ PRIME และสินค้าที่ใช้ภายนอกวางภายใต้แบรนด์ Besuto ส่วนใหญ่เป็นผลิตภัณฑ์ที่สำคัญต่อการดำรงชีวิตในยุค New Normal ที่ทำได้ทั้งปกป้องและฆ่าเชื้อไปพร้อมๆกัน เช่น หน้ากากอนามัย หรือ เจลฆ่าเชื้อรูปแบบใหม่ไร้แอลกอฮอล์ (เป็นการแก้ปัญหาให้กับผู้บริโภคที่แพ้แอลกอฮอล์ด้วย) ซึ่งร่วมพัฒนากับบจ.เอวีเอส อินโนเวชั่น โดยได้รับการสนับสนุนจากสำนักงานพัฒนาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยีแห่งชาติ (สวทช.) ผ่านบจ.เอวีเอส อินโนเวชั่น โดยปัจจุบันผ่านการทดสอบว่าสามารถฆ่าเชื้อ COVID-19 เรียบร้อยแล้วจากคณะเวชศาสตร์เขตร้อน มหาวิทยาลัยมหิดล และยังได้รับรางวัลเหรียญเงินและรางวัล Canadian Special Awards จากงานประกวดนวัตกรรม 2020 International Invention Innovation Competition ประเทศแคนาดา

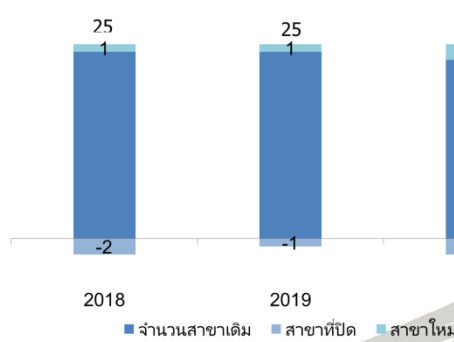
บริษัทยังมีการว่าจ้างบริษัทภายนอกให้ทำการศึกษาวิจัยตลาดที่จะนำเสนอผลิตภัณฑ์ในเชิงลึก ไม่เพียงแต่จำหน่ายให้กับผู้ประกอบการต่างๆเพื่อไปขายต่อให้กับ End Consumer แต่ปัจจุบันยังมีการจำหน่ายสินค้าให้กับ GPO, สวทช. รวมถึงผู้ประกอบการอื่นๆที่ส่งสินค้าออกไปขายในต่างประเทศ เช่น มาเลเซีย ในปี 2020-1H21 Healthiness มีรายได้การขายเท่ากับ 19.57 ลบ. และ 18.25 ลบ. โดยคิดเป็นการขายส่ง 99.74% และ 98.35% ตามลำดับ (ส่วนใหญ่ขายให้กับ Icare Health เพื่อนำไปวางขายในร้านของกลุ่มบริษัท) จะเห็นว่ายังมีสัดส่วนการขายปลีกค่อนข้างน้อย ส่วนหนึ่งเพราะ Healthiness เพิ่งเริ่มดำเนินธุรกิจในปี 2020 ปัจจุบันยังมีจำนวน SKU ไม่มาก (PRIME 25 SKU, Besuto 9 SKU) ในขณะที่เรายังมองว่าด้วยความสามารถของผู้บริหาร อีกทั้งการเป็นพันธมิตรที่ดีกับหน่วยงานของภาครัฐที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจของบริษัททั้ง GPO สวทช. รวมถึงมหาวิทยาลัยต่างๆ ทำให้บริษัทยังมีโอกาสในการพัฒนาสินค้าใหม่ๆที่ตอบโจทย์ความต้องการของผู้บริโภคได้อีกมาก และเชื่อว่ายังมีช่องทางจำหน่ายแบบขายปลีกให้กับผู้ประกอบการรายอื่น ซึ่งจะช่วยหนุนการเติบโตในอนาคตได้อีกมาก ควบคู่ไปกับการขยายสาขาอย่างต่อเนื่องของ Icare Health

ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ช่วงปี 2018-2020 บริษัทมีผลการดำเนินงานเติบโตน่าประทับใจ

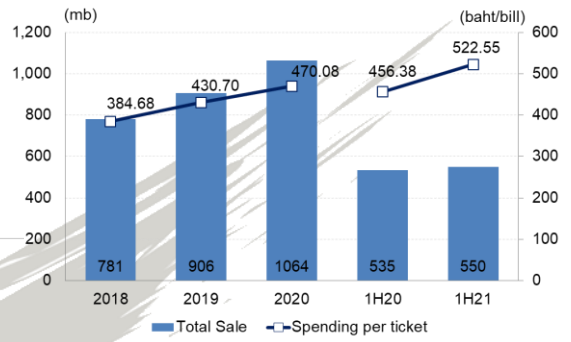
ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา บริษัทมีรายได้จากการขายเติบโตโดดเด่นจาก 781 ลบ.ในปี 2018 เพิ่มขึ้นเป็น 1,064 ลบ.ในปี 2020 คิดเป็นอัตราการเติบโต CAGR 16.7% มาจากการปรับโครงสร้างรวมสาขาของ 2 ธุรกิจ Icare Health และ Pharmax ทำให้จำนวนสาขารวมเพิ่มขึ้นจาก 14 สาขา เป็น 25 สาขาในปี 2018 และรายได้สาขาเดิม (SSSG) โตดีเป็นตัวเลขสองหลัก 2019-2020 อยู่ที่ +14.6% Y-Y และ +18.2% Y-Y ตามลำดับ บัญชีหนี้มาจากทั้ง 1. ยอดซื้อต่อบิลที่ปรับตัวสูงขึ้นจาก 384.68 บาทในปี 2018 ขยับขึ้นเป็น 470 บาท ในปี 2020 2. จำนวนบิลต่อสาขาที่ปรับตัวสูงขึ้นจาก 79,775 บิล/สาขา/ปี เพิ่มขึ้นเป็น 89,431 บิล/สาขา/ปี (คำนวณโดย FSS Research) เรามองว่าเป็นผลตอบรับเชิงบวกที่ลูกค้ารู้จักร้านของบริษัทมากขึ้น จากการทำโฆษณาประชาสัมพันธ์ในช่วงที่ผ่านมา และส่วนหนึ่งได้ปัจจัยหนุนจาก COVID-19 ทำให้ความต้องการยา ผลิตภัณฑ์อาหารเสริม และสินค้าสำหรับภายนอกร่างกายสูงขึ้นมาก

จำนวนสาขาในปี 2018-2020



Source: Company Data

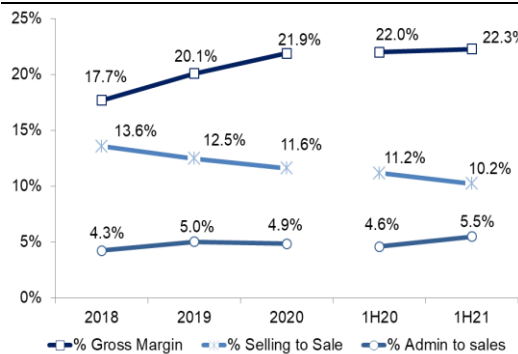
การเติบโตของรายได้ และยอดซื้อต่อบิล



Source: Company Data

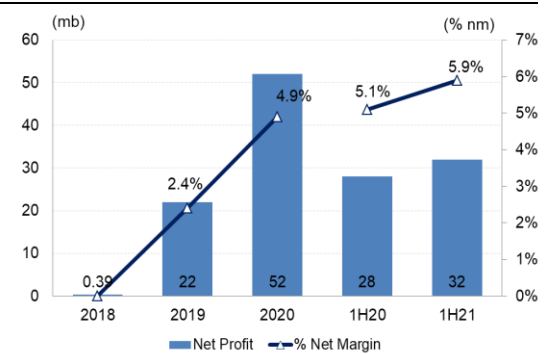
และด้วยการปรับโครงสร้างธุรกิจหลังรวมกิจการ ช่วยเพิ่มอำนาจการต่อรองกับคู่ค้า และยังเกิดการประหยัดต่อขนาด ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานจากการมี Synergy เกิดขึ้น ทำให้เราเห็นพัฒนาการอัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้างดีปี 2020 ขยับขึ้นเป็น 21.9% จาก 17.7% ใน 2018 แม้จะมีค่าใช้จ่าย SG&A ปรับเพิ่มขึ้น ส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าเช่า ซึ่งเป็นต้นทุนคงที่ แต่การปรับขึ้นของค่าใช้จ่ายยังต่ำกว่าการเพิ่มขึ้นของรายได้ ทำให้ SG&A to Sales ในปี 2020 ลดลงเป็น 16.5% จาก 17.8% ในปี 2018

พัฒนาการอัตรากำไรขั้นต้น และ SG&A to Sales



Source: Company Data

การเติบโตของกำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ



Source: Company Data

คาดการณ์ปี 2021 จะเติบโตต่อเนื่อง

บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H21 เท่ากับ 32 ลบ. (+17.3% Y-Y) ส่วนหนึ่งบริษัทได้รับอานิสงส์จาก COVID-19 ทำให้ผู้บริโภคลดการออกไปทำกิจกรรมนอกบ้าน รวมถึงการไปโรงพยาบาล และหันมาซื้อยา อาหารเสริม หรือของใช้จำเป็นสำหรับป้องกัน COVID-19 จากร้านขายยาแทน ทำให้ยอดขายต่อปีเพิ่มขึ้นเป็น 522.55 บาท +14.5% Y-Y หากพิจารณารายได้แบ่งตามกลุ่มสินค้าใน 1H21 พบว่าเติบโตได้ทุกกลุ่มสินค้า ขณะที่ยังเห็นการปรับขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้นอย่างต่อเนื่องเป็น 22.3% ใน 1H21 จาก 22% ใน 1H20 และยังคงควบคุมค่าใช้จ่ายได้ดีต่อเนื่อง

เรายังมองแนวโน้มกำไร 2H21 เติบโตสดใสต่อเนื่อง จากการระบาดของ COVID-19 ระลอกใหม่ใน 3Q21 ยิ่งกระทบให้ผู้บริโภคออกจากบ้านน้อยลง ทั้งจากมาตรการล็อกดาวน์ที่เข้มงวดมากขึ้น ในขณะที่ร้านขายยาถือเป็นธุรกิจที่จำเป็นต่อการดำรงชีวิต ทำให้ได้รับการยกเว้นไม่ถูกสั่งปิดในช่วงที่มีมาตรการล็อกดาวน์ แม้บางสาขาของบริษัทจะอยู่ในห้างสรรพสินค้า ทำให้จำนวนลูกค้าโดยรวมลดลง แต่สาขาส่วนใหญ่ของบริษัทเป็น Stand Alone และอยู่ใน Community Mall ซึ่งยังมีลูกค้าเข้าใช้บริการตามปกติ และจากความถี่ในการออกจากบ้านลดลง เราคาดว่ายอดขายต่อปีจะขยับสูงได้อีกใน 3Q21 กอปรกับบริษัทมีการขยายสาขาใหม่ Pharmax ที่โรบินสันลาดกระบังในเดือน ก.ย. 2021 จะรับรู้รายได้จากสาขาใหม่นี้ได้เต็มไตรมาสใน 4Q21 ดังนั้นเราจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2021 ไว้ที่ 73 ลบ. เติบโต 40.5% Y-Y โดยกำไร 1H21 คิดเป็นสัดส่วน 44% ของประมาณการทั้งปี

1H21 Earnings Result

(Bt ^{mn})	2Q21	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y	1H21	1H20	% Y-Y
Sales revenue	295	256	15.2	229	28.5	550	535	2.9
- Professional Healthcare	209	181	15.8	164	27.7	390	380	2.6
- Home Healthcare	47	39	20.9	33	42.6	86	85	1.0
- Personal Healthcare	25	24	3.3	22	11.1	49	48	2.3
- Deli Healthcare	13	12	11.7	10	35.4	25	22	16.3
Costs	229	199	15.2	180	27.1	428	417	2.5
Gross profit	66	57	15.2	49	33.9	123	118	4.0
SG&A costs	46	41	11.2	43	5.1	86	84	2.5
Net profit	18	14	24.5	5	285.6	32	28	17.3
Gross margin %	22.3	22.3	0.0	21.4	0.9	22.3	22.0	0.3
SG&A as % of Sales	15.5	16.0	-0.5	18.9	-3.4	15.7	15.8	-0.1
Net margin %	6.1	5.6	0.5	2.0	4.1	5.9	5.1	0.8

Source: Company Data

จำนวนสาขา

จำนวนสาขา	2018	2019	2020	1H20	1H21
จำนวนสาขาทันงวด	26	25	25	25	25
เปิดสาขาใหม่	+1	+1	+2	+1	-
สาขาที่ถูกปิด	-2	-1	-2	-	-1
จำนวนสาขาสิ้นปี	25	25	25	26	24

Source: Company Data

Note: ปัจจุบันบริษัทมีทั้งหมด 25 สาขา โดยมีการเปิดสาขาใหม่ Pharmax ที่โรบินสันลาดกระบังในเดือน ก.ย. 2021

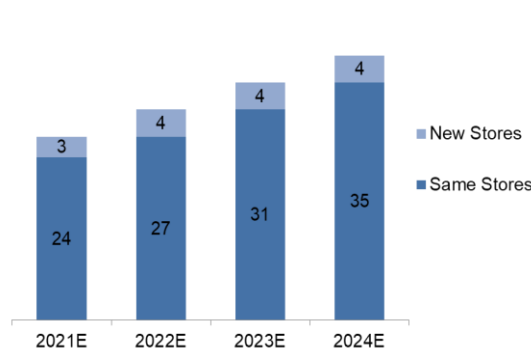
หลายปัจจัยหนุนการเติบโตในปี 2022 - 2023

แม้ในปี 2021 บริษัทจะได้รับปัจจัยเชิงบวกจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 และปัจจุบันสถานการณ์จะเริ่มคลี่คลายไปในทิศทางที่ดีขึ้น ควบคู่ไปกับพฤติกรรมผู้บริโภคที่ชัดเจนของประชาชนทั่วไป แต่หลังจากนี้เรามองว่าทุกคนจะยังต้องป้องกันตัวด้วยความระมัดระวังต่อไป และมีแนวโน้มมากขึ้นหากยังต้องออกไปทำกิจกรรมนอกบ้าน (กลับไปทำงานที่ออฟฟิศ และกลับไปเรียนหนังสือแบบ On Site) กอปรกับกระแสใส่ใจสุขภาพในเชิงป้องกันจะยิ่งเติบโตอย่างชัดเจนและมากขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะการทานอาหารเสริม และผลิตภัณฑ์สำหรับการใช้ภายนอก นอกจากนี้เชื่อว่ามูลค่าช่องทางจำหน่ายผ่านร้านขายยาจะเติบโตต่อเนื่อง ด้วยสัดส่วนที่ยังต่ำเพียง 20% ของมูลค่าตลาดยาทั้งหมด และอีก 80% เป็นการจำหน่ายผ่านโรงพยาบาล จากเทรนด์การหันมาซื้อยาจากร้านขายยาโดยมีใบสั่งแพทย์ รวมถึงในระยะถัดไปเราอาจได้เห็น Telemedicine (โทรเวชกรรม การใช้เทคโนโลยีให้ผู้ป่วยและบุคลากรทางการแพทย์พูดคุยกันได้แบบ Real-time ผ่าน VDO Conference) ได้รับความนิยมมากขึ้น

เราคาดว่าไรสุทรีปี 2022-2023 จะเติบโตต่อเนื่อง +54.6% Y-Y และ +19.3% Y-Y เป็น 113 ลบ. และ 135 ลบ. ตามลำดับ และคาดมีอัตราการเติบโตของกำไรเฉลี่ย 3 ปี CAGR 35.8% โดยมีหลายปัจจัยหนุนการเติบโตดังนี้

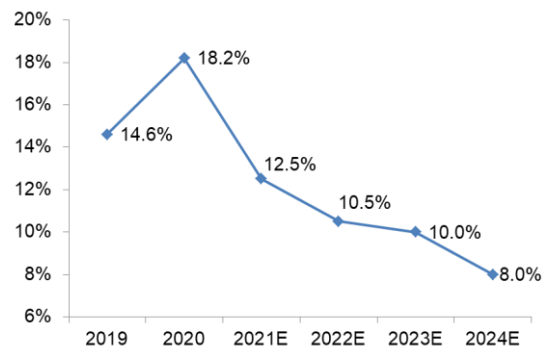
- กำหนดแผนเปิดสาขาใหม่ปีละ 4 สาขา และใช้สมมติฐาน SSSG ปี 2021-23 จะเติบโต 12.5%/10.5%/10% Y-Y ตามลำดับ โดยเชื่อว่าเติบโตในอัตราที่สูงกว่า GDP จากแนวโน้มมูลค่าตลาดยาผ่านช่องทางร้านขายยาที่ยังทิศทางสดใส รวมถึงเป็นช่องทางขยายสินค้าใหม่ของ Healthiness และยังเป็นตัวเลขที่ต่ำกว่า SSSG ในอดีตของบริษัทที่โตสูงเฉลี่ย 14%-18% Y-Y
- คาดจะเริ่มเห็นการขยายช่องทางจำหน่ายผลิตภัณฑ์ของ Healthiness ภายใต้แบรนด์ PRIME และ Besuto ออกไปยังร้านค้าภายนอก (3rd party) มากขึ้น และด้วยฐานที่ยังเล็ก คาดมีอัตราการเติบโตสูง ขณะที่มองว่ายังมีโอกาสในการพัฒนาสินค้าใหม่นำเสนอผู้บริโภคได้อีกมาก
- น่าจะเห็นพัฒนาการอัตรากำไรขั้นต้นรวมของกลุ่มเพิ่มขึ้นได้ต่อเนื่อง ส่วนหนึ่งคาดมาจาก Product Mix ที่ดีขึ้น จากสัดส่วนรายได้ของ Healthiness ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นสินค้าที่คาดมีอัตรากำไรสูงกว่าสินค้าที่สั่งซื้อจากผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายภายนอก
- คาดรายได้อื่นจะกลับมาฟื้นตัวเติบโตเป็นตัวเลขสองหลัก +28.2% Y-Y และ +15.4% Y-Y ในปี 2022-23 ตามลำดับ ซึ่งประกอบด้วยรายได้การประชาสัมพันธ์สินค้าภายในร้าน, การส่งเสริมจากผู้จัดจำหน่ายเช่น การเข้าชั้หว่างสินค้า การตั้งโชว์สินค้า, รายได้การจัดอบรมหรืองานสัมมนาของเภสัชกร และรายได้จากการออกบูธ เป็นต้น ซึ่งในปี 2021 ถูกกระทบจาก COVID-19 และคาดจะกลับมาฟื้นตัวหลังสถานการณ์คลี่คลาย
- คาดสัดส่วน SG&A to Sales จะลดลงในปี 2022-2023 มาอยู่ที่ระดับ 13.3%-13.5% จากการเติบโตของรายได้ ขณะที่ส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ ประกอบด้วยค่าใช้จ่ายพนักงาน และค่าเช่า

คาดการณ์แผนเปิดสาขาใหม่



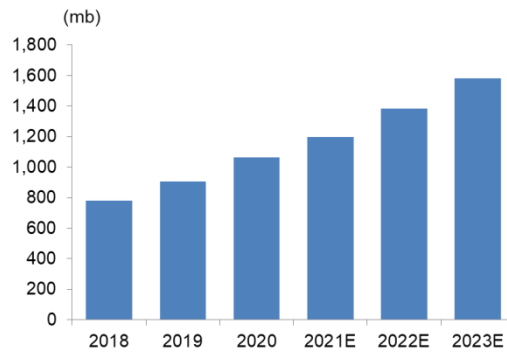
Source: Company Data, FSS Research

คาดการณ์การเติบโตยอดขายสาขาเดิม SSSG



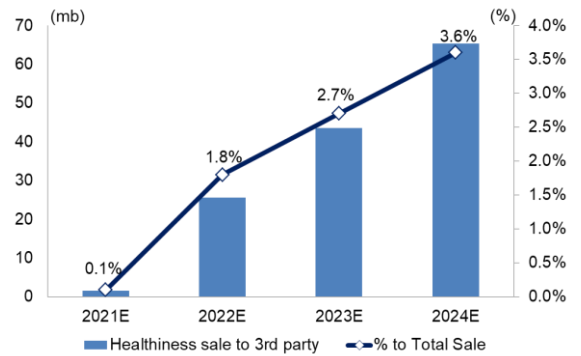
Source: Company Data, FSS Research

คาดการณ์การเติบโตของรายได้กลุ่มบริษัท



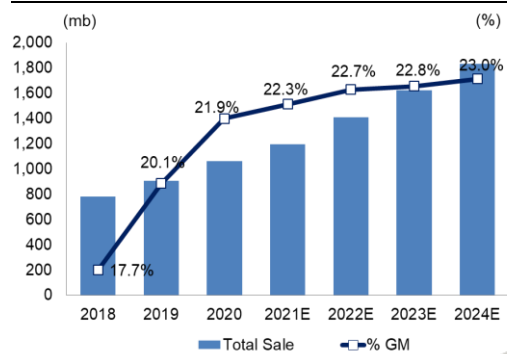
Source: Company Data, FSS Research

คาดการณ์รายได้ Healthiness ขายให้ลูกค้าภายนอก



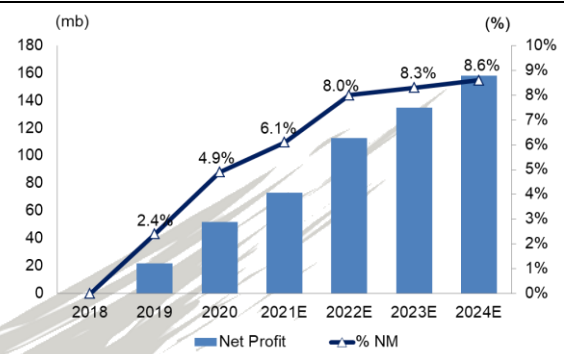
Source: Company Data, FSS Research

คาดการณ์รายได้จากการขายรวมและอัตรากำไรขั้นต้น



Source: Company Data, FSS Research

คาดการณ์กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ



Source: Company Data, FSS Research

สมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน HL

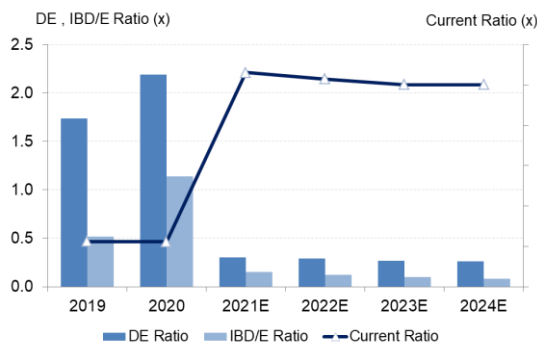
Assumptions	Forecast			% Growth		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
SSSG % Y-Y	12.5	10.5	10.0	--	--	--
No. of new stores	3	4	4	--	--	--
Total Stores	27	31	35	8.0	14.8	12.9
Total Sales (mb)	1,198	1,408	1,624	12.6	17.5	15.4
-Professional Healthcare	851	953	1,067	12.0	12.0	12.0
-Home Healthcare	188	225	268	12.0	12.0	12.0
-Personal Healthcare	104	128	148	8.8	23.1	15.5
-Deli Healthcare	48	51	53	5.0	5.0	5.0
-Healthiness Sales 3 rd party	2	26	44	--	--	70.0
Other Income	13	17	19	-17.2	28.2	15.4
% Gross Margin	22.3	22.7	22.8	0.4	0.4	0.1
SG&A Expense (mb)	182	190	217	3.8	4.4	14.1
% SG&A to Sale	15.2	13.5	13.4	-1.3	-1.7	-0.1
Net Profit (mb)	73	113	135	40.5	54.6	19.3
% Net Margin	6.1	8.0	8.3	1.2	1.9	0.3

Source: FSS Research

ฐานะทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดี

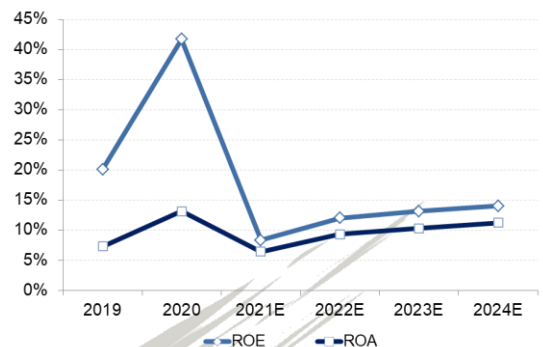
ปัจจุบันบริษัทมีฐานะทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดีอยู่แล้ว และภายหลัง IPO จะยิ่งแข็งแกร่งมากขึ้น โดย คาด Current Ratio สิ้นปี 2021 จะขยับขึ้นเป็น 5.3 เท่า จาก 1.1 เท่า ในปี 2020 ในขณะที่บริษัทมี D/E Ratio และ IBD/E Ratio ปี 2020 ขยับขึ้นมามากอยู่ที่ 2.19 เท่า และ 1.14 เท่า ตามลำดับ โดยหนี้ส่วนใหญ่เกิดจากเจ้าหนี้การค้า และหนี้สินตามสัญญาเช่าที่เพิ่มขึ้น จากการปรับใช้มาตรฐานบัญชี TFRS16 อย่างไรก็ดีตาม ภายหลังเพิ่มทุน เราคาด D/E Ratio และ IBD/E Ratio สิ้นปี 2021 จะลดต่ำลงเหลือเพียง 0.30 เท่า และ 0.15 เท่า ตามลำดับ และคาด ROE สิ้นปี 2021 จะลดลงเหลือ 8.3% มาจากรฐานทุนที่มากขึ้น และคาดจะปรับตัวสูงขึ้นสู่ระดับสองหลักที่ 12% และ 13.1% ในปี 2022-23 ตามลำดับ

DE Ratio, IBD/E Ratio, Current Ratio



Source: FSS Research

อัตราผลตอบแทน ROE, ROA



Source: FSS Research

8 โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีแผนขายหุ้น IPO 72 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 0.5 บาท/หุ้น) เป็นการเสนอขายให้กับ 1) ประชาชนทั่วไป 64.8 ล้านหุ้น และ 2) กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท 7.2 ล้านหุ้น (กรณีมีหุ้นเหลือ จะถูกนำไปเสนอขายต่อประชาชนตามข้อ 1) รวมคิดเป็น 26.47% ของจำนวนหุ้นชำระแล้วหลัง IPO ภายหลัง IPO แล้วเสร็จบริษัทจะมีจำนวนหุ้นทั้งหมด 272 ล้านหุ้น (ทุนจดทะเบียน 136 ลบ.) เพิ่มขึ้นจาก 200 ล้านหุ้น (ทุนจดทะเบียนก่อน IPO 100 ลบ.)

ในส่วนของเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่าห้ามผู้ถือหุ้นก่อนวันที่บริษัทเสนอขายหุ้น IPO นำหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่อาจเป็นหุ้นรวมทั้งหมด 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 149.6 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยเมื่อครบกำหนด 6 เดือน สามารถทยอยขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ติด Silent (หรือ 37.4 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี

บริษัทมีนโยบายจ่ายปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะของบริษัท หลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และจัดสรรทุนสำรองต่างๆตามกฎหมาย

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ HL

รายชื่อผู้ถือ	ก่อน IPO	หลัง IPO
ภญ.มัทยา พันธกานนท์	58.69%	43.15%
ภก.ศุภกร พันธกานนท์	32.78%	24.10%
นพ.ธัญกร พันธกานนท์	6.53%	4.80%
ภก.ร.อ.ธัชพล ชลวัฒน์สกุล	2.00%	1.47%
จำนวนหุ้นที่เสนอขายกรรมการ ผู้บริหาร พนักงานของบริษัท	--	2.65%
จำนวนหุ้นที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป	--	23.82%
จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)	200	272

Source: Company Data

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ HL โดยอิงวิธี DCF เนื่องจากมีความเหมาะสมกับการประเมินธุรกิจร้านขายยาที่มีแผนการขยายสาขาชัดเจน กอปรกับเป็นสินค้าจำเป็นต่อการดำรงชีวิต ทำให้มีความผันผวนของของผลการดำเนินงานค่อนข้างต่ำ ทั้งนี้เรานำ FCFF มาคิดลดด้วย WACC 8.3%, Risk Premium 8.1%, Terminal Growth 3% ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2022 เท่ากับ 15 บาท, Implied PE และ PEG ที่ 35 เท่า และ 0.97 เท่า ตามลำดับ

DCF Valuation Table

Bt mn		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT		147	173	201	220	241	267	297
FCFF		45	104	133	156	177	200	227
Risk Premium	7.7							
Beta	0.9							
WACC (%)	8.3							
Terminal Growth (%)	3.0							
Terminal Value	4,434							
NPV (value of the firm)	3,489							
Net Debt	603							
Equity Value	3,093							
No. of shares	272							
Share Price (bt/share)	15.05							

Source: FSS Research

เนื่องจากยังไม่มีบริษัทใดในตลท.ที่ทำธุรกิจร้านขายยาเหมือนกับบริษัทโดยตรง เราจึงพิจารณาเปรียบเทียบกับกลุ่มค้าปลีกที่มีแผนขยายสาขาต่อเนื่อง แต่เรามอง HL มีจุดแข็งมากกว่าตรงที่เป็นการขายสินค้าจำเป็นอย่างยา และผลิตภัณฑ์อาหารเสริม แม้บางผู้ประกอบการค้าปลีกมีการเข้าสู่ธุรกิจร้านขายยาเหมือนกัน แต่สัดส่วนรายได้ยังน้อยมาก ส่วนใหญ่ยังเป็นการขายสินค้าทั่วไปสำหรับอุปโภคบริโภค อีกทั้งยังมีการแข่งขันที่รุนแรงกว่า ปัจจุบันกลุ่มค้าปลีกเทรดอยู่บน PE 2021-22 เฉลี่ยที่ 36.6 เท่า และ 32.5 เท่า ตามลำดับ และหากอิงคาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไร 3 ปีของ Consensus พบว่ากลุ่มค้าปลีกเทรดกันที่ PEG เฉลี่ย 1.45 เท่า และหากไม่รวม CPALL และ MAKRO ที่จะมีการเติบโตของกำไรสูงผิดปกติจากการรวม Lotus's พบว่าบริษัทที่เหลือในกลุ่มค้าปลีกจะเทรด PEG เฉลี่ย 1.7 เท่า ส่วน MEGA และ IP แม้จะเป็นการจำหน่ายสินค้าในกลุ่มที่ใกล้เคียงกัน แต่โมเดลธุรกิจต่างกัน เพราะทั้ง 2 บริษัทเป็นเจ้าของสินค้า และไม่มีหน้าร้านเหมือน HL อีกทั้งปัจจุบันยังเทรดที่ PEG สูงกว่า PEG อ้างอิงที่เราใช้ประเมินราคาเป้าหมายของ HL

Domestic Peers Comparison – Commerce (as of Nov 1, 2021)

	Market cap (US\$m)	NPAT growth (%)			GM (%)	NM (%)	ROE (%)	PER (x)		PEG (x)	EV/EBITDA(x)	
		21E	22E	23E	22E	22E	22E	21E	22E	22E	21E	22E
CPALL	17,311	-32.9	56.1	25.1	22.0	2.6	15.1	53.9	34.9	0.88	18.6	14.9
MAKRO	13,757	3.9	57.9	37.8	13.9	3.2	16.6	35.2	34.4	0.72	35.1	16.9
CRC	6,241	nm	nm	57.9	27.0	2.2	7.6	nm	45.9	1.76	17.9	13.0
HMPRO	5,759	1.8	17.7	12.8	26.7	9.4	25.2	36.5	30.8	2.03	20.7	18.4
BJC	4,057	-16.5	40.9	17.4	19.2	3.7	4.4	35.3	26.8	0.94	15.8	14.2
GLOBAL	2,843	58.9	10.6	14.4	25.2	9.5	17.2	29.9	27.8	2.18	20.8	18.9
DOHOME	1,729	177.6	12.9	17.7	20.8	8.0	20.1	28.5	26.6	1.61	21.2	18.9
Average	--	-18.2	58.4	28.3	22.1	5.5	15.2	36.6	32.5	1.45*	21.4	16.5
MEGA	1,223	19.2	10.1	13.5	43.0	11.7	22.4	24.2	22.1	1.89	17.5	15.9
IP	202	105.5	31.5	30.8	48.8	13.4	21.8	64.5	47.1	2.06	40.7	28.9

Source: Bloomberg, FSS Research

Note: *หากไม่รวม PEG ของ CPALL และ MAKRO พบว่า PEG เฉลี่ยของกลุ่มอยู่ที่ 1.7 เท่า

ขณะที่การนำไปเปรียบเทียบกับธุรกิจร้านขายยาในต่างประเทศอาจไม่เหมาะสม ทั้งโครงสร้างกฎหมายและลักษณะพฤติกรรมผู้บริโภคที่แตกต่างกัน เช่น จีน รัฐบาลได้การปฏิรูปดูแลสุขภาพประชาชนฉบับใหม่ โดยขยายการเข้าถึงยาในตลาดค้าปลีก ด้วยการให้ระบบส่งจ่ายยาจากโรงพยาบาลไปยังช่องทางการค้าปลีก อีกทั้งยังถือเป็นผู้นำในตลาดยาที่ใหญ่เป็นอันดับต้นของโลก ส่วนญี่ปุ่น แม้จะมีผู้ประกอบการค่อนข้างมาก และมีการขยายธุรกิจไปในต่างประเทศ แต่ตลาดยาเริ่มมีอัตราการโตที่ช้าลง และมีการแข่งขันด้านราคาสูง โดย Matsumotokiyoshi ถือเป็นแบรนด์ร้านขายยาที่ได้รับความนิยมสูง และร้านขายยาในญี่ปุ่นส่วนใหญ่จะมีสินค้าหลากหลาย ครอบคลุมไปจนถึงกลุ่ม Beauty และ Food อีกทั้งเริ่มเห็นเทรนด์การควบรวมธุรกิจระหว่างกันมากขึ้น และสหรัฐ ถือเป็นตลาดร้านขายยาที่ค่อนข้างใหญ่ และมีผู้เล่นจำนวนมาก โดยมีผู้ประกอบการ 2 รายใหญ่คือ CVS Health และ Walgreens Boots Alliance รองลงมาส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการ Modern Trade ที่ได้เปิดร้านขายยาภายในพื้นที่ห้างค้าปลีกของตนเอง ทั้งนี้ตลาดร้านขายยาในสหรัฐถือว่าอยู่ในช่วง Mature Stage โดยจำนวนสาขาในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาค่อนข้างทรงตัว และคาดการณ์กำไรในช่วง 2-3 ปีข้างหน้าโตเพียง 3%-4% ต่อปี สะท้อนไปในราคาหุ้นที่ปัจจุบันเทรดเพียง PE 10-11 เท่า

Global Peers Comparison – Chain drug store (as of Nov 1, 2021)

	Market cap (US\$m)	NPAT growth (%)			GM (%)	NM (%)	ROE (%)	PER (x)		PEG (x)	EV/EBITDA(x)	
		21E	22E	23E	22E	22E	22E	21E	22E	22E	21E	22E
Yifeng Pharmacy, CH	5,586	26.5	29.3	28.0	38.4	6.1	17.3	36.8	28.6	1.28	23.6	18.3
DaShenlin Pharma, CH	4,689	12.2	30.7	28.0	37.8	7.0	21.5	25.1	19.3	0.86	18.5	13.8
Laobaixing Pharma, CH	2,860	23.6	17.2	22.4	32.5	4.3	17.3	24.1	19.4	1.22	17.8	14.5
Average - China	--	20.8	25.7	26.1	36.2	5.8	18.7	28.7	22.4	1.12	20.0	15.5
Welcia Holding, JP	7,881	22.8	1.5	12.6	31.2	2.9	14.9	31.5	27.9	3.12	14.8	13.4
Matsukiyocokar, JP	6,845	37.7	25.8	10.5	32.7	4.1	10.1	21.6	18.2	1.20	14.1	11.5
Tsuruha Holding, JP	6,152	6.4	9.6	6.5	30.0	3.1	10.9	24.4	22.3	3.01	10.4	9.6
Ain Holding, JP	2,106	31.1	16.9	15.7	17.0	3.0	7.4	26.7	22.9	1.62	8.6	7.6
Average - Japan	--	24.5	13.5	11.3	27.7	3.3	10.8	26.1	22.8	2.23	11.9	10.5
CVS Health, US	117,811	4.2	5.0	4.7	17.6	3.7	12.8	11.5	10.9	1.95	9.0	8.6
Walgreens Boots, US	40,701	-0.4	3.6	1.8	20.9	3.2	17.1	9.6	9.2	1.35	7.7	7.3
Average - US	--	1.9	4.3	3.3	19.3	3.5	15.0	10.6	10.1	1.65	8.4	8.0

Source: Bloomberg, FSS Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้ผลิตหรือผู้จัดจำหน่ายรายใหญ่

บริษัทมีการสั่งซื้อสินค้าจากผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายรายใหญ่ 2 ราย โดยมียอดสั่งซื้อในปี 2018-1H21 คิดเป็นสัดส่วนรวม 2 รายราว 38.7%/68.5%/67.2% และ 68.3% ของมูลค่าจัดซื้อสินค้ารวม ตามลำดับ ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงหากผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายดังกล่าวไม่สามารถจำหน่ายสินค้าให้กับกลุ่มบริษัท หรือไม่สามารถส่งมอบสินค้าให้กับบริษัทได้ตามกำหนดเวลา อย่างไรก็ตามเนื่องจากผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายทั้ง 2 รายเป็นผู้ประกอบการรายใหญ่ในอุตสาหกรรมยา โดยทั้งยาและอาหารเสริมส่วนใหญ่จะแต่งตั้งให้ผู้จัดจำหน่ายทั้ง 2 รายนี้เป็นตัวแทนจำหน่าย นอกจากนี้บริษัทยังเป็นผู้ค้าและมีความสัมพันธ์อันดีมากกว่า 28 ปี

ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่ค่อนข้างสูงในอุตสาหกรรม

เนื่องจากมูลค่าตลาดร้านขายยายังมีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่อง ทำให้ยังเป็นที่ดึงดูดผู้ประกอบการรายเก่าและรายใหม่เข้ามาในอุตสาหกรรมต่อเนื่อง มีทั้งการขยายสาขาของร้านขายยาขนาดใหญ่ Chain Store และผู้ประกอบการค้าปลีก Modern Trade เองก็ยังคงสรรหาพื้นที่ในร้านบางส่วนให้เป็นพื้นที่สำหรับขายยา และอาหารเสริม ส่งผลให้ภาพรวมการแข่งขันในอุตสาหกรรมค่อนข้างสูง

ความเสี่ยงจากกฎระเบียบ กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ

ธุรกิจร้านขายยาเป็นธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสุขภาพของประชาชน จึงต้องได้รับการอนุญาตจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และต้องดำเนินการตามกฎหมายและมาตรฐานที่เกี่ยวข้อง หากในอนาคตภาครัฐมีการแก้ไขหรือออกกฎระเบียบเพิ่มเติมเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจร้านขายยา และกลุ่มบริษัทไม่สามารถปรับตัวตามกฎเกณฑ์ที่เปลี่ยนแปลงไป อาจส่งผลกระทบต่อประกอบการธุรกิจ และผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางเภสัชกรรม

จากประกาศของกระทรวงสาธารณสุขฉบับใหม่ในปี 2014 เพื่อบังคับใช้กับร้านขายยาแผนปัจจุบัน โดยกำหนดให้ร้านขายยาแผนปัจจุบันต้องมีเภสัชกรอยู่ประจำร้าน ทำให้เภสัชกรเป็นที่ต้องการของตลาดร้านขายยามากขึ้น ซึ่งหากบริษัทไม่สามารถจัดหาเภสัชกรได้อย่างเพียงพอ อาจกระทบต่อคุณสมบัติในการขอใบอนุญาต และผลการดำเนินงานของบริษัทได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่เคยประสบปัญหาขาดแคลนบุคลากรเภสัชกรรม โดยบริษัทได้เปิดรับเป็นสถานที่ฝึกงานของนิสิตนักศึกษา คณะเภสัชศาสตร์จากสถานศึกษาต่างๆ และมีการลงนามบันทึกข้อตกลงร่วมมือกับคณะเภสัชศาสตร์ มหาวิทยาลัยศิลปากร และได้รับการรับรองเป็นหน่วยงานเครือข่ายภายใต้สถาบันหลัก คณะเภสัชศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในด้านกิจกรรมเพื่อการศึกษาสำหรับผู้ประกอบการวิชาชีพเภสัชกรรม

ความเสี่ยงจากการเติบโตของตลาดออนไลน์ และการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภค

ด้วยการเติบโตต่อเนื่องของเทคโนโลยีในปัจจุบัน ทำให้เกิดรูปแบบของตลาดออนไลน์ และพฤติกรรมของผู้บริโภคเปลี่ยนแปลงไป โดยการสั่งซื้อสินค้าทาง Platform อย่าง Shopee Lazada เป็นต้นได้เติบโตมากขึ้น เพราะมีสินค้าหลากหลาย และมีผู้ค้าขายสินค้าหลายราย ทำให้มีการแข่งขันในระดับสูง หากบริษัทไม่สามารถปรับตัวได้ทัน อาจส่งผลให้ความสามารถในการแข่งขันลดลง และกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ ทั้งนี้ปัจจุบันกฎหมายยังไม่อนุญาตให้ขายปลีกสินค้าเวชภัณฑ์ประเภทยา ผ่านช่องทางออนไลน์ ทำให้ความเสี่ยงจากการเติบโตของตลาดออนไลน์อยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม บริษัทก็ได้คำนึงถึงความเสี่ยงดังกล่าวดังกล่าว จึงได้ปรับตัวโดยเริ่มทำการตลาดออนไลน์ผ่าน Social Media ตามแบรนด์ร้านขายยาของบริษัท รวมถึงผ่าน Platform ทั้ง Shopee และ Lazada ด้วย

ความเสี่ยงจากสถานการณ์ที่ไม่อาจควบคุมได้ เช่น COVID-19

นับตั้งแต่เกิดสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ทำให้มีการประกาศ พก.ฉุกเฉิน และมีมาตรการล็อกดาวน์เพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่งผลกระทบโดยตรงต่อการออกมาจับจ่ายใช้สอยนอกบ้าน และกำลังซื้อของผู้บริโภค ในขณะที่มีการสั่งปิดพื้นที่เสี่ยง อาทิ ห้างสรรพสินค้า ซึ่งบริษัทมีสาขาเปิดทำการอยู่ แม้ซูเปอร์มาร์เก็ตและร้านขายยาจะยังสามารถเปิดทำการได้ปกติ แต่จำนวนลูกค้าที่เข้าห้างสรรพสินค้าลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้บริษัทจะเป็นต้องพิจารณาปิดสาขาในห้างชั่วคราว อย่างไรก็ตาม ด้วยสินค้าหลักของบริษัทถือเป็นสินค้าที่จำเป็นอย่างมาก เพราะเกี่ยวข้องกับสินค้าด้านสุขภาพ ยา เวชภัณฑ์ อาหารเสริม และเครื่องมือทางการแพทย์ ทำให้ยังมีความต้องการอย่างต่อเนื่อง สะท้อนผ่านไปยังรายได้ของบริษัทในปี 2020 และ 1H21 ที่ยังเติบโตได้ +17.4% Y-Y และ +2.85% Y-Y ตามลำดับ

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	906	1,064	1,198	1,408	1,625
Cost of sales	724	831	931	1,088	1,254
Gross profit	182	233	267	320	371
SG&A	159	175	182	190	217
Operating profit	23	58	85	130	154
Other income	9	16	13	17	19
EBIT	32	73	98	147	173
EBITDA	44	98	129	184	216
Interest charge	4	7	7	6	5
Tax on income	7	14	18	28	33
Earnings after tax	22	52	73	113	135
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	22	52	73	113	135
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	22	52	73	113	135

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	22	52	73	113	135
Deprec. & amortization	12	25	31	37	43
Change in working capital	32	-5	-30	-48	-16
Other adjustments	15	25	0	0	0
Cash flow from operations	81	97	75	102	162
Capital expenditure	-26	-148	-60	-60	-60
Others	-6	19	-5	-3	-3
Cash flow from investing	-23	-12	-65	-63	-63
Free cash flow	58	85	9	39	99
Net borrowings	-35	86	-9	-17	-13
Equity capital raised	0	20	720	0	0
Dividends paid	0	-55	-40	-45	-54
Others	-6	-129	1	1	1
Cash flow from financing	-42	-78	671	-61	-66
Net change in cash	16	7	681	-22	33

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	27	35	715	693	727
Accounts receivable	20	14	16	58	67
Inventory	139	131	153	179	206
Other current assets	2	6	12	14	16
Total current assets	188	186	897	944	1,016
Investments	0	0	0	0	0
Plant, property, equipment & ROU	70	193	222	245	262
Other assets	39	20	25	28	32
Total assets	297	398	1,144	1,217	1,309
Short-term loans	27	24	32	25	22
Accounts payable	121	108	115	134	155
Current maturities	13	17	10	10	10
Other current liabilities	7	18	12	14	16
Total current liabilities	168	167	169	183	203
Long-term debt	16	101	91	81	71
Other non-current liab.	4	5	6	7	8
Total non-current liab.	20	106	97	88	79
Total liabilities	189	273	266	272	282
Registered capital	80	136	136	136	136
Paid up capital	80	100	136	136	136
Share premium	0	0	684	684	684
Legal reserve	0	9	9	9	9
Retained earnings	28	16	49	117	198
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	108	125	878	946	1,027

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	16.0	17.4	12.6	17.5	15.4
EBITDA	93.4	124.0	31.2	42.3	17.7
Net profit	nm	139.2	40.5	54.6	19.3
Normalized earnings	nm	139.2	40.5	54.6	19.3
Profitability (%)					
Gross profit margin	20.1	21.9	22.3	22.7	22.8
EBITDA margin	4.9	9.3	10.8	13.1	13.3
EBIT margin	3.6	6.9	8.2	10.4	10.7
Normalized profit margin	2.4	4.9	6.1	8.0	8.3
Net profit margin	2.4	4.9	6.1	8.0	8.3
Normalized ROA	7.3	13.1	6.4	9.3	10.3
Normalized ROE	20.1	41.7	8.3	12.0	13.1
Normalized ROCE	25.2	31.7	10.1	14.2	15.7
Risk (x)					
D/E	1.7	2.2	0.3	0.3	0.3
Net D/E	1.5	1.9	-0.5	-0.4	-0.4
Net debt/EBITDA	3.7	2.4	-3.5	-2.3	-2.1
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.14	0.26	0.27	0.42	0.50
Normalized EPS	0.14	0.26	0.27	0.42	0.50
EBITDA	0.27	0.49	0.47	0.68	0.80
Book value	0.68	0.46	3.23	3.48	3.77
Dividend	0.13	0.25	0.15	0.17	0.20
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	72.0	37.6	36.4	23.6	19.7
Norm P/E	72.0	37.6	36.4	23.6	19.7
P/BV	14.5	21.3	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	39.3	22.3	17.2	12.2	10.3
Dividend yield (%)	1.3	2.5	1.5	1.7	2.0

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 ประชาชีวะ 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.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ 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.บางกระสอ 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 อนุสาวรีย์ 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก 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 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, 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 ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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