

MASTER : บมจ.มาสเตอร์ สโตร์

คาดการณ์ราคาหุ้น 1 ไอลิมปี

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” MASTER โดยมองว่า กำไรจะเติบโตทำสถิติใหม่ต่อเนื่องอีก 4 ปี ด้วยอัตราการเติบโต 28.7% ต่อปี จากกำลังการให้บริการใหม่ 143% เริ่มทำงาน 3Q23 ขณะที่ให้จับตากลุ่มลูกค้าต่างชาติที่กำลังเร่งตัวขึ้นเร็วมาก และมีการใช้จ่ายสูงกว่าคนไทยราว 2 เท่าอีกด้วย ขณะที่แผนการ M&P ไม่ได้ทำให้ sw. แค้โต แต่จะทำให้ sw. ยิงแข็งแกร่ง และเป็นผู้นำในอาเซียนอย่างเด็ดขาด

ปรับขึ้นราคาหุ้น +27.6% ปีนี้อาจมี upside risk : คาด sw. จะมีการปรับขึ้นราคาหุ้นปี 384 ลบ. ขยายตัว +27.6% y-y โดยกำไรจะเริ่มกลับมาโต y-y อีกครั้งใน 3Q23 หลังห้องผ่าตัดใหม่ 10 ห้อง (รวมเป็น 17 ห้อง) เริ่มทำงานแล้ว ซึ่งการเตรียมคน และทำตลาดไว้ล่วงหน้า ทำให้ U-rate โดยรวมจะฟื้นกลับได้เร็ว เรายอมรับว่า ประสิทธิภาพการป้อนของเรามีโอกาสต่ำไป เนื่องจากคำนวณด้วย U-rate 70% อิงเวลาทำการ 14 ชั่วโมง/ ห้อง ตามเป้าหมายด้านประสิทธิภาพการให้บริการของ sw. แต่ในความเป็นจริง 1H23 sw. ให้บริการด้วย U-rate 94% เวลาทำการ 16-18 ชั่วโมง เนื่องจากอุปสงค์หนาแน่นอย่างมาก

ต่างชาติเร่งเกินคาด และ M&P พาไปไกล : รายได้จากลูกค้าต่างชาติ (โดยเฉพาะอาเซียน) เพิ่มขึ้นจาก 4.9% ปี 2021 เป็น 23.6% ของรายได้รวมใน 2Q23 แคมยังมียอดใช้จ่ายสูงกว่าคนไทยเท่าตัวจากการทำหลายบริการเพื่อให้กับคัมค่าเดินทาง ที่เป็นเช่นนี้เพราะคุณภาพดี-ราคาจับต้องได้ ขณะที่แผน M&P จะเพิ่มเติมเวชศาสตร์ความงามอื่นๆ เช่น ผิวพรรณ ดูดไขมัน ปรับรูปหน้า ขยายฐานลูกค้าภาคอีสาน สปป.ลาว และ เกิด Synergy และการประหยัดด้วยขนาดในหลายมิติ

ราคาเหมาะสม 79.50 บาท : จากสมมติฐานแบบอนุรักษ์นิยมให้ U-rate กลับไปแตะ 80% ในปี 2026 วิธี DCF WACC 9.0% g 5.0% (vs อุตสาหกรรมระยะยาว 9.7%) ได้ราคาเหมาะสมปีนี้ 79.50 บาท/ หุ้น Fully diluted จากหุ้นปันผล XD 10: 1 ไปแล้วเมื่อวานนี้

ความเสี่ยง : หากปี 2024 U-rate สูงกว่าคาด 5% จะส่งผลกระทบต่อราคาเหมาะสม DCF ของเราราว 6%

จรรุณพันธ์ วัฒนวงศ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจุบันพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ #14076
Jaroonpan.W@liberator.co.th

MASTER

BUY

Rating

TP 23E
From n.a.

THB79.50

method DCF WACC 9.0% g 5.0%

Closing price THB66.25
Upside/Downside +20.0%

CG report n.a.
CAC n.a.
ESG score by ESG Book n.a.
source : settrade

รอจังหวะนี้มานานแล้ว

“การให้บริการด้วยอัตราให้บริการ(U-rate) ระดับ 94% ยาวนานกว่า 1.5 ปี เป็นการสะท้อนให้เห็นว่าธุรกิจนี้มีอุปสงค์ที่รุนแรงมาก ซึ่งการที่เพิ่งได้กำลังการให้บริการใหม่อีก 142.8% ในจังหวะที่ราคาหุ้น dilute ลงจาก XD หุ้นปันผลเรามองว่าเป็นจังหวะที่ดีอย่างยิ่งของนักลงทุนระยะกลาง/ยาว ในการซื้อลงทุนหุ้นเมกกะเทรนด์ที่กำลังจะก้าวขึ้นไต่ต่อกัน 4 ปี บนแผนการที่มี upside risk อีกด้วย”

KEY FINANCIALS

FYE Dec (THBm)	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Revenue	660	1,483	2,103	2,444
Net Profit (Loss)	163	301	384	569
EPS (THB)	1.61	1.77	1.55	2.16
P/E (x)	41.1	37.4	42.8	30.7
BVPS (THB)	1.65	2.38	12.29	13.34
P/B (x)	40.2	27.9	5.4	5.0
DPS (THB)	-	0.30	0.31	0.43
Dividend Yield (%)	-	0.5	0.5	0.7
Debt/Equity (x)	2.6	1.3	0.2	0.2
ROE (%)	77.0	105.5	22.3	17.3

Source: Company, LIB Research estimates

การประกอบธุรกิจ : บริษัทก่อตั้งปี 2013 ประกอบธุรกิจสถานประกอบการที่จัดการสถานพยาบาลด้านศัลยกรรมความงามครบวงจรภายใต้ชื่อ “โรงพยาบาลมาสเตอร์พีซ” ให้บริการศัลยกรรม เสริมจมูก ยกคิ้ว ปรับโครงหน้า เสริมหน้าอก ดูดไขมัน ตา ปลูกผม ดูแลผิวพรรณ ณ 31 มี.ค. 2023 มีแพทย์ 42 ท่าน อาจารย์หมอ 3 ท่าน พื้นที่บริการประมาณ 4,267 ตร.ม.

บริษัทเสนอขาย IPO เมื่อ ม.ค. 2022 ด้วยราคาเสนอขาย 46.00 บาท ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 240 ลบ. พาร์ 1.00 บาท/ หุ้น ถือหุ้นใหญ่โดย นพ.ระวีวัฒน์ มาศมมาดล 49.2% และ IN GLORY INVESTMENT 16.7% มีนโยบายจ่ายปันผลไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิ

เมื่อ 29 ส.ค. ได้จ่ายปันผลเป็นหุ้น Stock dividend 10 : 1 ทำให้ทุนจดทะเบียนจะขึ้นไปเป็น 264 ลบ. เตรียมย้ายจากตลาด mai ไป SET (เงื่อนไขปัจจุบัน 300 ลบ.)

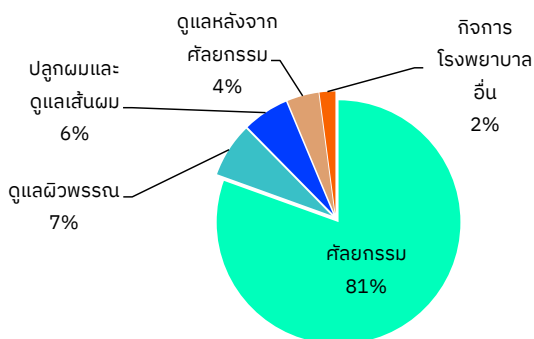
รูปที่ 1 : 4 รายได้หลัก และ sw.ปัจจุบัน ที่ จ.สุโขทัย เขตอุตสาหกรรม.



ที่มา : Company report

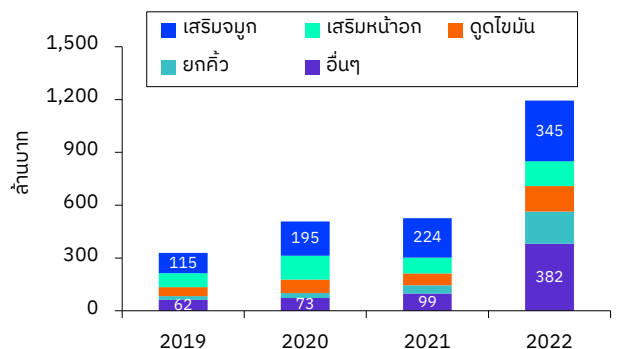
โครงสร้างรายได้ : รายได้ 81% มาจากงานผ่าตัดศัลยกรรมที่เหลือด้านอื่น ๆ สัดส่วนพอๆกัน 4-7% และอีก 2% มาจากกิจการ sw.อื่น โดยปี 2019-22 รายได้ศัลยกรรมนั้น การเสริมจมูกเติบโตเฉลี่ย 46.2% ต่อปี หน้าอก +30.5% ดูดไขมัน +51.0% ยกคิ้ว +129.5% อื่นๆ 113.4% ต่อปี ขณะภาพรวมรายได้เติบโตเฉลี่ย +61.6% ต่อปี

รูปที่ 2 : โครงสร้างรายได้ปี 2022



ที่มา : Company report

รูปที่ 3 : การเติบโตแต่ละบริการช่วงปี 2019-22



ที่มา : Company report

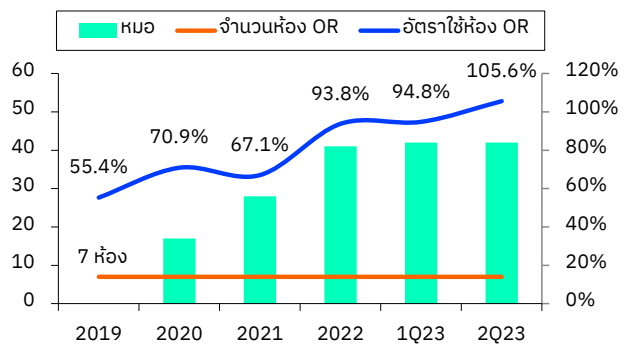
การทำธุรกิจคัลยกรรมความงาม : นอกจากต้องรักษามาตรฐานด้านการแพทย์ระดับสูงแล้ว ทั้งอุปกรณ์ บุคลากรที่ได้รับการคัดสรรอย่างดี ขณะที่การตลาดเป็นสิ่งที่ยังให้มีความสำคัญมาก เนื่องจากพลังของการบอกต่อ (Worth of Mouth) จะมีผลต่อการตัดสินใจของลูกค้าอย่างมาก sw. จึงทุ่มเทอีกด้านในการสื่อสารผ่าน Social media ทุกรูปแบบ จนมีแฟนเพจบน Facebook ถึง 1+ ล้านคน และมีลูกค้าที่ใช้บริการแล้ว review ผลงานอีกเป็นจำนวนมาก ทำให้มีลูกค้าใหม่ๆ ทั้งไทยและต่างประเทศหลั่งไหลเข้าใช้บริการต่อเนื่องจนกำลังการให้บริการเกือบเต็ม 100% ใน 1H23

รูปที่ 4 : การตลาด Social media มีความสำคัญมา



ที่มา : Company report

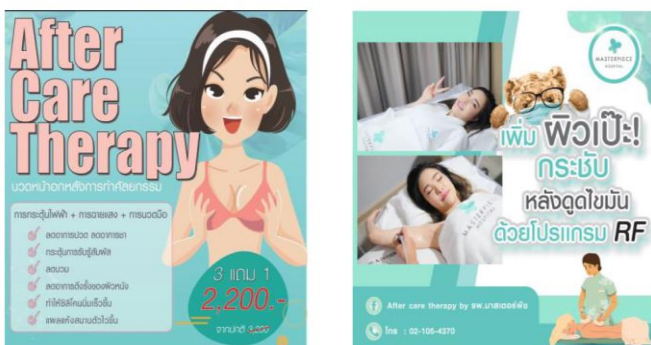
รูปที่ 5 : อัตราการใช้ห้อง OR ทะลุจุดเดียว



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

สิ่งที่ sw. กำลังมุ่งไป : ผบ.เผยว่า (1) กำลังพยายามขยายขอบเขตการให้บริการด้านคัลยกรรมที่ตนเองไม่ถนัด ทั้งในกทม. และหัวเมืองหลัก ด้วยการลงทุนแบบ M&P กับคลินิกเฉพาะทางที่มีศักยภาพ และพร้อมจะเติบโตไปด้วยกัน (2) ขยายบริการนอกเหนือการผ่าตัด (Non-invasive procedures) เช่น ตรวจสุขภาพ ศูนย์บำบัดหลังผ่าตัด ศูนย์บริการด้านผิวพรรณ เป็นต้น ซึ่งในส่วนนี้มีสัดส่วนรายได้ราว 6.4%

รูปที่ 6 : Aftercare



ที่มา : Company report

รูปที่ 7 : Sukho medical check-up center

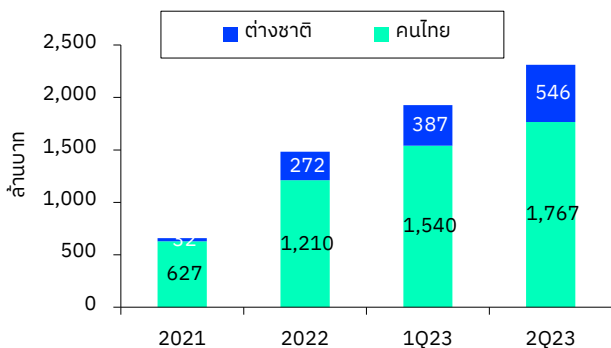


ที่มา : Company report

กลุ่มลูกค้าต่างชาติ พลังแฝงที่น่าสนใจ : เวชศาสตร์ความงามในไทยมีขนาดตลาดถึง 6 หมื่น ลบ. ในปี 2021 และในระยะยาวคาดเติบโตอัตราเฉลี่ย 9.7% ต่อปี CAGR 2022-30 (ที่มา : grandviewresearch.com) โดยการศัลยกรรมผ่าตัด (Invasive) มีการเติบโตที่สูงกว่า (Non-invasive) เช่น การยิงเลเซอร์ หรือ นวดหน้า เป็นต้น เนื่องจากเห็นผลไว ชัดเจน และคุ้มค่ากับการลงทุน

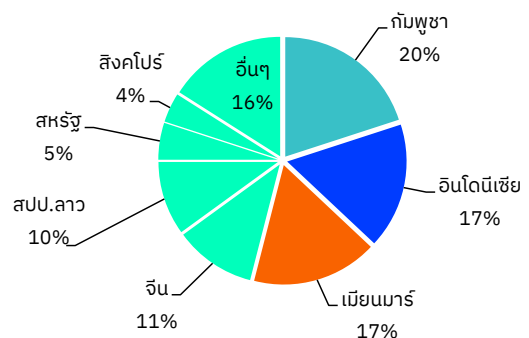
ซึ่งด้วยชื่อเสียงที่ดีของ sw. และการบอกต่อประสบการณ์ระหว่างผู้ใช้บริการ ทำให้กระแสของ sw. Masterpiece Hospital กระจายไปทั่วอาเซียน ผลักดันให้สัดส่วนรายได้จากผู้ให้บริการต่างชาติเพิ่มขึ้นจาก 4.9% ในปี 2021 สู่ 23.6% ใน 2Q23 ขณะที่จำนวนลูกค้าต่างชาติมีสัดส่วน 12.9% ไม่สอดคล้องกัน เราจึงคำนวณย้อนกลับไปพบว่า ยอดใช้จ่ายต่อครั้งของผู้ให้บริการต่างชาติสูงกว่าคนไทยราว 2 เท่า ซึ่ง ผบ. อธิบายว่าเกิดจากลูกค้ามักทำหลายบริการในครั้งเดียว เพื่อให้คุ้มค่ากับการเดินทางใน 1 ทริปนั่นเอง

รูปที่ 8 : รายได้จากผู้ใช้บริการ ไทย และ ต่างชาติ



ที่มา : Company report

รูปที่ 9 : สัดส่วนลูกค้าต่างชาติใน 2Q23



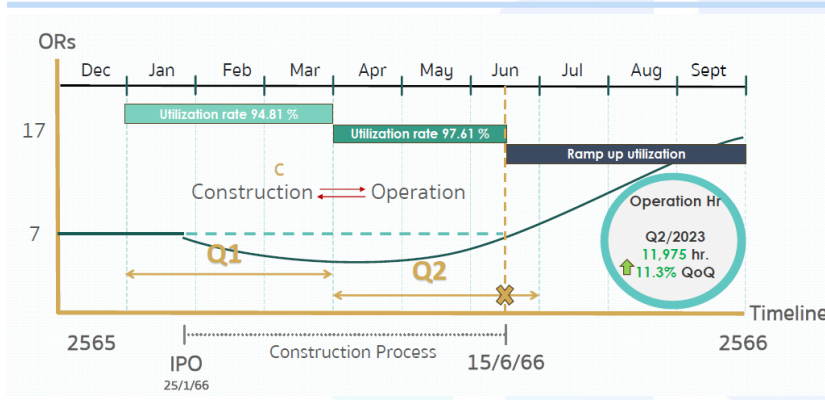
ที่มา : Company report

พฤติกรรมผู้ใช้บริการ : การวัดผลของฤดูกาลอาจยังทำได้ยากเนื่องจากการเติบโตที่สูง อย่างไรก็ตามดีสำหรับชาวยุโรปนั้นส่วนใหญ่จะเลือกช่วงวันหยุดยาว หรือ ปิดเทอม ในการเข้ารับบริการเพื่อให้เวลาพักผ่อนไม่รบกวนเวลาทำงาน หรือ การเรียน ส่วนผู้ใช้บริการชาวต่างชาติ จะเลือกมาใช้บริการในฤดูท่องเที่ยวไทย ขณะที่สถานการณ์ pent-up demand ของการท่องเที่ยวของคนไทยไปต่างประเทศ เป็นสาเหตุเล็กๆที่ทำให้ชะลอตัวได้บ้าง แต่ ผบ. มองว่ายังไม่พบภัยสำคัญ

เงิน IPO นำไปขยายธุรกิจได้เร็วกว่าแผน : แต่เดิมบริษัทให้บริการเป็นคลินิกในสยามแควร์ ต่อมาได้ขยายมาสร้าง sw.มาสเตอร์พีซ ตั้งอยู่ที่ ถนนสุขโยทัย เขตดุสิต กรุงเทพ โดยเงินที่ได้จากการ IPO 2.2 พัน ลบ. มีแผนการใช้ดังนี้

- 100 ลบ. นำไปปรับปรุงอาคารที่โรงพยาบาลเดิม ทำให้มีห้องผ่าตัด (OR) เพิ่ม +10 ห้อง เป็น 17 ห้อง ตั้งแต่ปลายเดือน มี.ย. 2023 ขณะที่การปรับปรุงพื้นที่ทำให้ได้อีก 4 ห้องผ่าตัดเล็ก นำไปรองรับงานศัลยกรรมเบาได้อีกด้วย และยังมีการเพิ่มเตียงพักฟื้น +12 เตียง เตียง IPD +10 เตียง
- 200 ลบ. นำไปก่อสร้างและปรับปรุงอาคารเพิ่ม เพื่อเป็นสำนักงาน และเป็นศูนย์ดูแลเส้นผม ดูดไขมัน ตา และสุขภาพชาย ล่าสุดเริ่มให้บริการแล้วบางส่วนในเดือน ส.ค. 2023 ซึ่งถือว่าเร็วกว่าแผนในปี 2024
- ที่เหลือ 1.9 พัน ลบ. นำไปซื้ออุปกรณ์ทางการแพทย์ด้านปลูกผม ผิวดพรรณและเลเซอร์, และใช้เป็นเงินหมุนเวียน

รูปที่ 10 : พัฒนาการของห้องผ่าตัด (Operation room)



ที่มา : Company report

กระบวนการห้อง OR ที่ควรรู้ : ในการเยี่ยมชมกิจการในเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา ผมขออธิบายว่า ในการจัดการห้องผ่าตัด (OR) ที่ดินนั้น อัตราการใช้ห้อง (U rate%) ไม่ควรเกิน 70% เพราะหากมากกว่านี้จะทำให้ประสิทธิภาพของหมอ และการบริการต่ำลง

จากรูปจะเห็นว่า 1H23 U-rate ได้พุ่งสูงถึง 94-97% จากอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง ก่อปรกฏต้องมีการปิดปรับปรุงห้องบางส่วน ทำให้ sw.ต้องใช้ห้องผ่าตัดยาวนานข้ามไปถึงกลางคืน (ราว 18 ชั่วโมง) จึงเป็นเหตุให้ sw.ต้องเร่งรีบเพิ่มห้องผ่าตัดขึ้นมาอีก 10 ห้อง ซึ่งแล้วเสร็จแล้วในปลายเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา

ซึ่ง ผมข. ตั้งเป้าการปฏิบัติการจะกลับสู่ระดับที่ดีที่สุด คือ 14 ชั่วโมง บนอัตรา U-rate 70% ของ 17 ห้อง OR ในช่วงปลายปี 2023 นี้ หากพิจารณาช่วง 3Q23-1Q23 จะพบว่าในช่วงตั้งตัว sw.สร้างรายได้ราว 430 ลบ./ไตรมาส บนห้อง OR 7 ห้อง

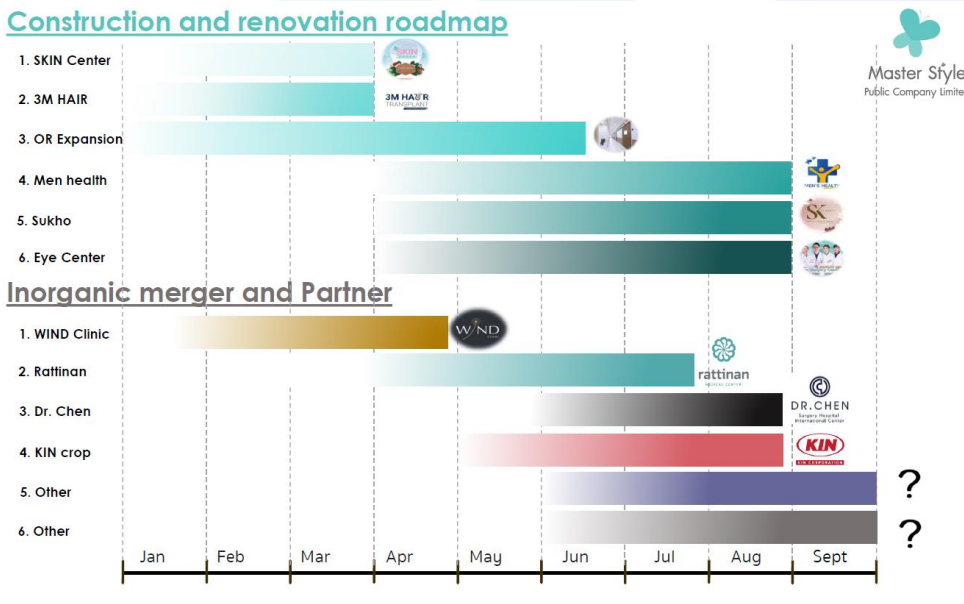
ดังนั้นประเมินได้ว่า บนกำลังการให้บริการรวม 17 ห้อง แล้วทำงานเต็มประสิทธิภาพ sw.สามารถสร้างรายได้ถึง 1 พัน ลบ./ไตรมาส หรือโตจากปี 2022 ได้อีกเกือบ 3 เท่า

การเติบโตแบบ Inorganic : ผบ.ได้อธิบายแนวทางการโตแบบ M&P ว่า จะไปร่วมถือหุ้นในคลินิกเฉพาะทางที่บริษัทไม่ได้เชี่ยวชาญ เพื่อสร้าง synergy ของเครือข่าย ทั้งการส่งลูกค้าระหว่างกัน รวมถึง เจรจาต่อรองซื้ออุปกรณ์การแพทย์ร่วมกัน ในราคาที่ถูกลงกว่าการแยกกันซื้อ รวมไปถึง การทำการตลาดร่วมกันอีกด้วย นั่นจึงเป็นเหตุผลให้บริษัทได้ทยอยแจ้งตลาดฯ ดังต่อไปนี้

- **WIND clinic** คลินิกด้านผิวพรรณ มี 2 สาขา เกษตร-นวมินทร์ กทม. และ อุบลราชธานี เป็นสาขาใหญ่ สามารถให้บริการลูกค้า สปป.ลาว ได้อีกด้วย โดย sw.จะถือ 40%
- **Rattinan Medical Center** คลินิกดูดไขมัน มี 1 สาขา บางรัก กทม. sw.จะถือไม่เกิน 36%
- **DR.CHEN** คลินิกผิวหนัง ปรับรูปหน้า มี 1 สาขา รามคำแหง กทม. sw.จะถือ 40%
- **KIN** ทำการตลาด online, social media ให้กลุ่มทั้งหมด sw.จะถือ 40%

โดยการ due diligence ต่างๆจะทยอยเสร็จในช่วง 3Q23 เป็นต้นไป จากนั้นก็จะทำการเข้าซื้อหุ้น และรับรู้รายได้จากส่วนแบ่งกำไรในบริษัทรวมบงบการเงินปี 2024 โดย sw.ยังคงมองหาพาร์ทเนอร์อีกอย่างต่อเนื่องนอกเหนือจากที่กล่าวมา

รูปที่ 11 : แผนธุรกิจทั้งแบบ Organic และ Inorganic M&P

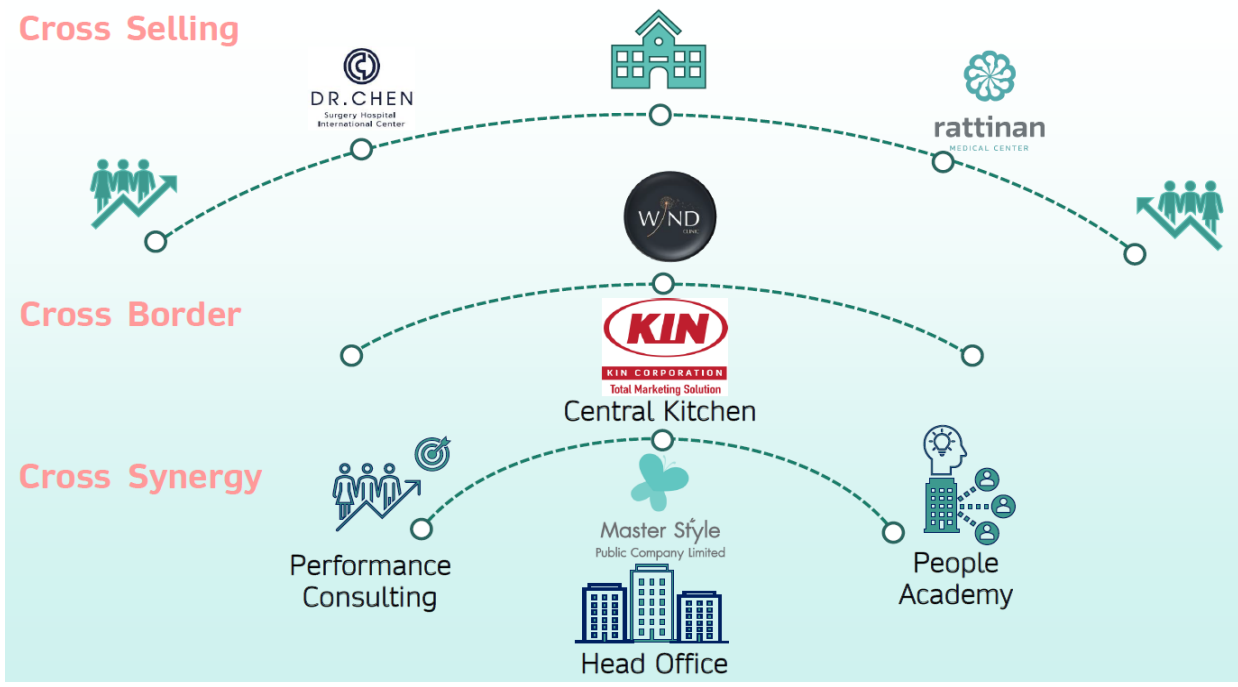


ที่มา : Company report

แผนกลยุทธ์ : sw.ตั้งเป้าถือหุ้นคลินิกเป้าหมายไม่มากเกินไปนัก เพื่อจะร่วมมือแบบพันธมิตร (Merger and Partnership : M&P) เพราะต้องการให้คุณหมอเจ้าของคลินิก ยังคงมีความเป็นเจ้าของเพื่อสร้างแรงขับเคลื่อนในการบริหารและบริการในระดับสูงต่อไป อีกทั้งยังเป็นการรักษา Fanclub ของแต่ละคุณหมอต่อไปอีกด้วย

โดย sw.จะสนับสนุนด้าน การประเมินคุณภาพ ให้คำปรึกษาช่วยเหลือ ดูแลงานด้านการตลาด ด้านคุณภาพ ด้านสร้างบุคลากร ด้านต้นทุนดำเนินงาน เป็นต้น ซึ่งเรามองว่าเป็นกลยุทธ์ที่ดีในการเปลี่ยนคู่แข่งให้เป็นพวกเดียวกัน และเป็นการเติมเต็มในสิ่งที่ขาดของ sw. อีกด้วย วิธีเหล่านี้ เชื่อว่าจะทำให้ sw. เติบโตได้เร็ว ใช้เงินไม่มาก ยากที่คู่แข่งจะไล่ตามทัน

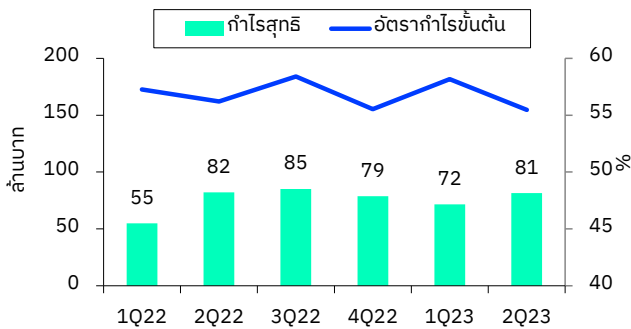
รูปที่ 12 : การสร้าง Synergy ของกลุ่ม



ที่มา : Company report

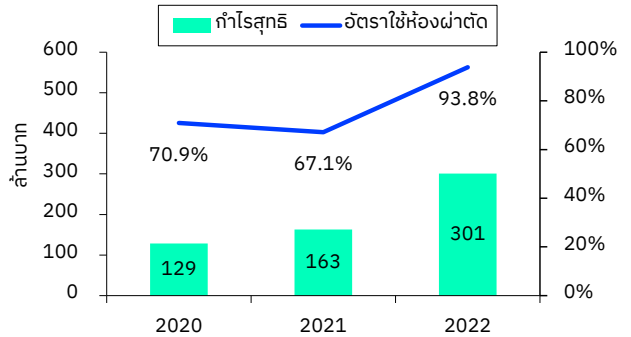
ผลการดำเนินงาน 3 ปีที่ผ่านมา : การเติบโตถือว่าโดดเด่นมากระหว่างปี 2020-2022 บริษัทรายงานกำไรสุทธิ 129-163-301 ลบ. ขยายตัวเฉลี่ย 55.7% ต่อปี จากความนิยมของลูกค้า และกำลังการให้บริการที่เพียงพอรองรับ โดยอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มต่อเนื่องจาก 50.7% ในปี 2020 สู่ 56.7% ในปี 2022 จากอัตราการใช้ห้องผ่าตัดที่เพิ่มจาก 70.9% ในปี 2020 เป็น 93.8% ในปี 2022 ทำให้รายได้เพิ่มขึ้นเร็วกว่าต้นทุนที่เพิ่ม ในปี 2022 sw. มีกำไรสุทธิ 301 ลบ. ขยายตัว +84.8% y-y อัตรากำไรขั้นต้น 56.7% อัตรากำไรสุทธิ 20.3% กระแสเงินสดดีมาก วงจรเงินสดติดลบ net D/E 0.5x ROE 105.5%

รูปที่ 13 : กำไรสุทธิรายไตรมาส



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

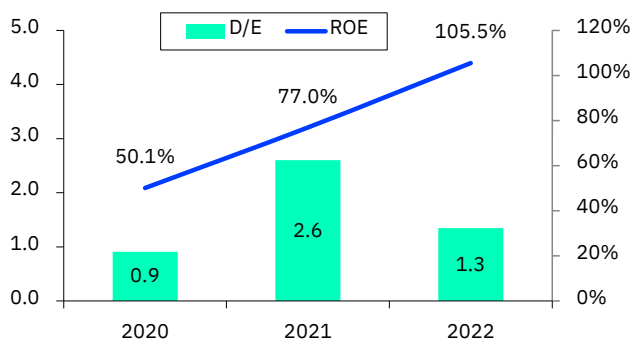
รูปที่ 14 : กำไรสุทธิรายปี



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

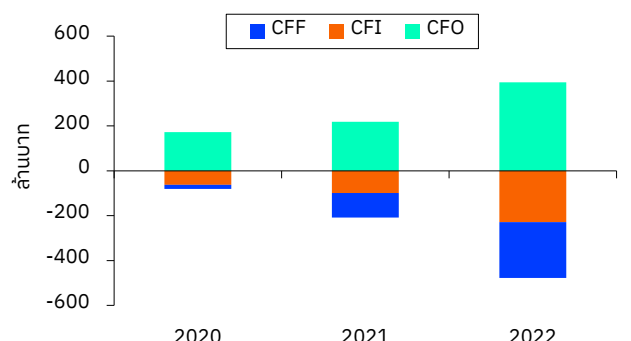
การเติบโตของกำไรที่สูงมากในปี 2022 ทำให้ ROE จึงสูงถึง 105.5% ส่วนในด้านกระแสเงินสดนั้น ในปี 2022 มีการจ่ายปันผลออกรวม 416 ลบ. ซึ่งหากพิจารณาเฉพาะกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) 394 ลบ. ก็จะเห็นว่า เพียงพอสำหรับการลงทุน (CFI) 229 ลบ. ได้อย่างไม่มีปัญหา

รูปที่ 15 : หนี้สินต่อทุนต่ำ ผลตอบแทนสูง



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

รูปที่ 16 : กระแสเงินสดจากการดำเนินงานแข็งแกร่ง



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

ผลการดำเนินงาน 2Q23 และแนวโน้ม 3Q23 : ในงวดนี้ เนื่องจาก sw. มีการเตรียมกำลังคน อุปกรณ์ และทำการตลาด เพื่อเตรียมรับกำลังการให้บริการส่วนเพิ่มจากห้อง OR ใหม่ 10 ห้อง ทำให้ค่าใช้จ่ายบางส่วนจะมีการบันทึกเข้ามาก่อน ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลง 270bps q-q เป็น 55.5% กอดตันให้กำไรสุทธิกลายเป็นหดตัว -0.8% y-y เป็น 81 ลบ. แต่อย่างไรก็ดีรายได้ยังทำได้ดี 459 ลบ. +5.4% q-q และ +23.4% y-y จากอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง

ส่วน 3Q23 เราคาดว่า รายได้มีโอกาสมากขึ้นใหม่ทะลุ 471 ลบ. ได้จากห้องผ่าตัดใหม่ที่เริ่มให้บริการแล้วเมื่อปลาย มิ.ย. ซึ่งการทำตลาดรอไว้แล้ว ผูกกับอัตรากำไรที่สูง ทำให้เราเชื่อว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเร่งขึ้นอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้รายได้คาดจะวิ่งขึ้นเร็วกว่าการบันทึกค่าเสื่อมราคา ขณะที่ศูนย์สุขภาพท่านชาย ศูนย์ปลูกผม ศูนย์ผิว ที่ได้พื้นที่ให้บริการเพิ่ม ก็จะช่วยกันทำหน้าที่ได้ดียิ่งขึ้น เราประเมินกำไรสุทธิเบื้องต้น 90-100 ลบ. ทำสถิติใหม่ของบริษัท

รูปที่ 17 : ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

(THBm)	2Q23	1Q23	q-q	2Q22	y-y
Revenues	459	436	5.4%	372	23.4%
COGs	204	182	12.1%	163	25.4%
Gross profits	255	253	0.5%	209	n.m.
Gross margin (%)	55.5%	58.2%	-	56.2%	-
SG&A	158	162	(2.9%)	106	48.4%
Operating profit	97	91	6.6%	103	(5.6%)
Operating margin (%)	21.2%	20.9%	-	27.7%	-
EBITDA	107	101	6.9%	112	(3.7%)
EBITDA margin (%)	23.4%	23.1%	-	30.0%	-
Interest expense	0	3	(90.7%)	2	(79.6%)
Normalised earning	81	72	13.9%	82	(0.8%)
Extra ordinary gain (loss)	0.0	0.0		0.0	
Net profit	81	72	13.9%	82	(0.8%)

Source : Company reports and LIB Research estimates

สถิติชี้วัดสำคัญ

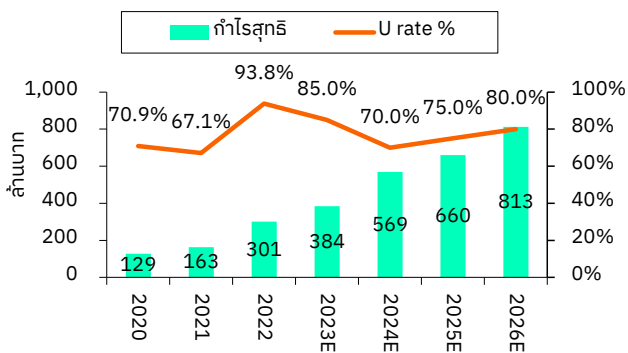
รายได้	2Q23	1Q23	q-q	2Q22	y-y
ศัลยกรรม	341	389	(12.2%)	192	78.0%
ดูแลผิวพรรณ	42	38	11.4%	15	184.4%
ปลูกผมและดูแลเส้นผม	25	21	16.0%	15	65.3%
ดูแลหลังจากศัลยกรรม	18	18	2.1%	12	45.5%
กิจการโรงพยาบาลอื่น	10	6	59.9%	4	145.2%

Source : Company reports and LIB Research estimates

แนวโน้มปี 2023-26 : สมมติฐานของเรามีแนวคิด ดังต่อไปนี้

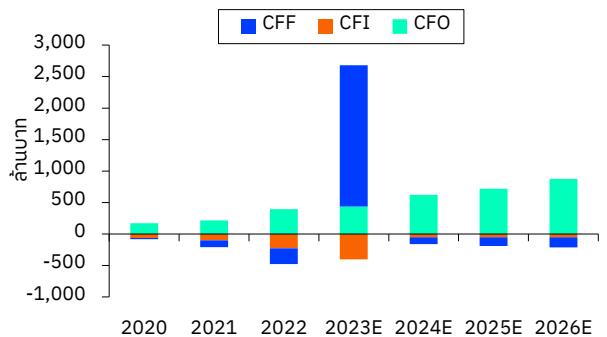
- (1) ผบห.อธิบายว่า ระดับการทำงานที่มีประสิทธิภาพเหมาะสมกับคุณหมอ และ คนไข้ คือ อัตราใช้ห้องผ่าตัด 70% x 14 ชั่วโมงทำงาน ดังนั้นในปี 2024 เราจึงเลือกใช้โครงสร้างนี้ในการคำนวณ แม้ในปี 2022-1H23 อัตราใช้ห้องจะสูงถึง 94.3% ก็ตาม โดยเมื่อ sw.ได้ห้องผ่าตัดเพิ่ม 10 ห้องใน 3Q23 อัตราการใช้ห้องควรลดลงเข้าหา 70% ตามแผนบริษัทในปี 2024
- (2) อัตรากำไรขั้นต้น 2H23 จะถูกกดดันจากค่าเสื่อมราคาบ้าง เราคาดงวดปี 2023 ที่ 55.0% ลดลงจากปีก่อน 170bps แล้วจะเริ่มปรับตัวขึ้นปีละ 50bps
- (3) เรายังไม่รวมประมาณการส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทเป้าหมาย M&P ต่างๆ เนื่องจากอยู่ในกระบวนการ due diligence สุดท้ายก่อนดำเนินการ ผบห. ให้ข้อมูลเบื้องต้นว่าจะดำเนินการเมื่อบริษัทเหล่านั้นปรับโครงสร้างเรียบร้อยแล้วแล้วอยู่ในสถานะมีกำไร เพื่อไม่ให้กดดันต่อผลการดำเนินงานของ sw. โดยเราจะรวมในประมาณการเมื่อได้ข้อมูลมากขึ้นกว่านี้

รูปที่ 18 : กำไรสุทธิคาดการณ์ 2023-2026



ที่มา : Company report & LIB Research est.

รูปที่ 19 : กระแสเงินสดก่อนการกำ M&P



ที่มา : Company report & LIB Research est.

จากแนวคิดข้างต้น เราคาดปี 2023 บริษัทจะมีกำไรสุทธิ 384 ลบ. ปรับตัวขึ้น +27.6% y-y เป็นสถิติใหม่ โดยจะเติบโตเฉลี่ย 28.7% ต่อปี ระหว่างปี 2023-2026 อย่างไรก็ดี upside risk ของประมาณการคือ อัตราการใช้ห้องผ่าตัด ซึ่งหากอุปสงค์รุนแรงกว่าคาด ก็สามารถกลับไปใช้ระดับ 80-90% ได้ดังที่เคยทำมาแล้วในอดีต

รูปที่ 20 : สมมติฐานสำคัญ

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
จำนวนห้องผ่าตัด	7	7	7	17	17	17
ชั่วโมงผ่าตัดทั้งสิ้น	21,704	20,531	38,345	53,372	60,809	65,153
กำลังการให้บริการเต็มที่	30,600	30,600	40,880	62,790	86,870	86,870
อัตราการใช้ห้องผ่าตัด	70.9%	67.1%	93.8%	85.0%	70.0%	75.0%
ชั่วโมงผ่าตัด/ วัน/ ห้อง	12	12	16	14	14	14
อัตรากำไรขั้นต้น	50.7%	52.7%	56.7%	55.0%	55.5%	56.0%

ที่มา : LIB Research est., ** ชั่วโมงผ่าตัดปี 2022 แสดงด้วยเป้าหมายโดยรวมของปี 2024

ความเสี่ยงสำคัญ :

- เรามองว่า SW. อยู่ในอุตสาหกรรมเมกะเทรนด์ ที่มีอุปสงค์สูงมาก ขณะที่การทำให้ M&P อาจเกิด synergy ขนาดใหญ่กว่าคาดได้ เนื่องจาก SW. เลือกทำกับ คลินิกเฉพาะทางที่มีความสามารถสูง และเข้ามาเติมเต็มสิ่งที่ SW. ไม่ถนัด ทำให้มีโอกาสที่เราจะประเมินกำไรต่ำกว่าความเป็นจริงได้
- ความผิดพลาด หรือ ผิดพลาดในการผ่าตัด อาจส่งผลให้เกิดการเสียชื่อเสียงของ SW. ได้ ทว่า SW. มีมาตรการจำกัดความผิดพลาดไว้แล้ว ทั้งการทำสัญญาระหว่างกัน, การเปิดโอกาสให้ลูกค้ามีส่วนร่วมในการตัดสินใจแก้ไขร่วมกัน ซึ่งที่ผ่านมา SW. บริหารจัดการได้ดี

รูปที่ 21 : ความอ่อนไหวของกำไรสุทธิ ราคาเหมาะสม vs U rate 2024E

2024E U-rate %	คาดการณ์กำไรสุทธิ 24E	ราคาเหมาะสม 23E
80%	670	89.76
75%	619	84.63
70.0%	569	79.50
65%	519	74.36
60%	469	69.23

ที่มา : LIB Research est.

งบกำไรขาดทุน

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	660	1,483	2,103	2,444
ต้นทุนขาย	312	641	946	1,087
กำไรขั้นต้น	348	841	1,157	1,356
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	167	463	682	653
EBITDA	212	414	529	763
รายได้อื่น	30	7	15	17
ส่วนแบ่งกำไร/กิจกรรมร่วมค้า	0	0	0	0
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย	181	379	474	703
ดอกเบี้ยจ่าย	7	9	9	9
กำไรก่อนภาษี	204	377	480	711
ภาษีจ่าย	42	76	96	142
กำไรหลังภาษี	163	301	384	569
รายการพิเศษ	0	0	0	0
กำไรก่อนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	163	301	384	569
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0	0	0	0
กำไร (ขาดทุน), ตามรายงาน	163	301	384	569
กำไร (ขาดทุน) ปกติ	163	301	384	569

ข้อมูลต่อหุ้น

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (บาท)	2021	2022	2023E	2024E
กำไร(ขาดทุน) ต่อหุ้น, ตามรายงาน (EPS)	1.61	1.77	1.55	2.16
กำไร(ขาดทุน) ปกติต่อหุ้น (Core EPS)	1.61	1.77	1.55	2.16
เงินปันผลต่อหุ้น (DPS)	0.00	0.30	0.31	0.43
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS)	1.65	2.38	12.29	13.34

งบแสดงฐานะการเงิน

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
เงินสด	182	98	2,380	2,843
เงินลงทุนระยะสั้น	0	0	0	0
ลูกหนี้การค้า	3	5	7	8
สินค้าคงคลัง	26	63	86	99
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	131	166	174	183
สินทรัพย์หมุนเวียนรวม	342	331	2,647	3,132
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	233	424	934	924
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	8	7	7	7
เงินลงทุน.ร่วม/กิจกรรมร่วมค้า	8	8	8	8
เงินลงทุนระยะยาว	0	0	0	0
สินทรัพย์ไม่มีหมุนเวียนอื่น	9	12	13	13
สินทรัพย์ไม่มีหมุนเวียนรวม	258	451	961	952
สินทรัพย์รวม	600	782	3,608	4,084
เงินกู้ระยะสั้น	0	0	0	0
เจ้าหนี้การค้า	40	75	105	121
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	248	174	175	176
หนี้สินหมุนเวียนรวม	288	249	280	297
เงินกู้ระยะยาว	141	291	277	262
หุ้นกู้	0	0	0	0
อื่นๆ	5	3	3	3
หนี้สินรวม	433	543	560	562
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว	101	190	264	264
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	(1)	109	2,359	2,359
กำไรสะสม	56	80	401	874
ผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	0	0	0	0
ส่วนผู้ถือหุ้นรวม	167	404	3,048	3,522

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, LIB Research est., * อิงราคาปิดล่าสุด

งบกระแสเงินสด

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	204	377	480	711
ค่าเสื่อมราคา	31	35	55	60
การเปลี่ยนแปลงหมุนเวียน	(8)	(3)	5	2
เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	227	409	540	773
อื่นๆ	(9)	(15)	(103)	(149)
เงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน	218	394	437	624
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน				
เงินสดรับจากการขาย(จ่าย)เงินลงทุน	(16)	(209)	(400)	(50)
เงินสดสุทธิจากการลงทุน	(99)	(229)	(401)	(51)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน				
ออกหุ้นสามัญ	0	199	2,324	0
เงินกู้สุทธิ หักการจ่ายคืนหนี้	(1)	(23)	(15)	(15)
เงินปันผล	(101)	(416)	(64)	(95)
เงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน	(109)	(249)	2,245	(110)
เงินสดเปลี่ยนแปลงสุทธิ	10	(84)	2,282	463
ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน	0	0	0	0
เงินสด/เทียบเท่าเงินสดปลายงวด	182	98	2,380	2,843

อัตราส่วนทางการเงิน

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
EBITDA margin (%)	32.1	27.9	25.2	31.2
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร ต่อยอดขาย (%)	25.3	31.2	32.5	26.7
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (%)	27.4	25.5	22.5	28.8
อัตรากำไรปกติ (%)	24.7	20.3	18.3	23.3
อัตรากำไรสุทธิ (%)	24.7	20.3	18.3	23.3
ROE (%)	77.0	105.5	22.3	17.3
ROA (%)	29.9	38.9	16.9	14.8
วงจรเงินสด (วัน)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (x)	2.6	1.3	0.2	0.2
อัตราส่วนความสามารถการจ่ายดอกเบี้ย (x)	26.8	43.0	52.8	82.5
อัตราการจ่ายเป็นเงินผล (%) *	0.0	0.5	0.5	0.7

อัตรากำไรขั้นต้น

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., %	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	7.9	124.8	41.8	16.2
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	14.0	176.9	47.5	-4.3
EBITDA	13.5	95.5	27.9	44.2
EBIT	10.7	109.4	25.3	48.3
กำไรปกติ	26.6	84.8	27.6	48.1
กำไรสุทธิ	26.6	84.8	27.6	48.1

สมมติฐานสำคัญ

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
จำนวนห้องผ่าตัด	7	7	17	17
ชั่วโมงผ่าตัดทั้งสิ้น	20,531	38,345	53,372	60,809
กำลังการผลิตบริการเต็มที่	30,600	40,880	62,790	86,870
อัตราการใช้ห้องผ่าตัด	67.1%	93.8%	85.0%	70.0%
ชั่วโมงผ่าตัด/ วัน/ ห้อง	12	16	14	14

Disclosures & Disclaimer

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ นักลงทุนควรตระหนักเสมอว่า ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวผันผวน เพิ่มขึ้น และลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และทางปัจจัยพื้นฐาน อาจมีความแตกต่างกันได้ การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางพื้นฐาน อาจแตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงเทคนิค ซึ่งจะขึ้นกับปัจจัยทางด้านราคา(Price) และปริมาณการซื้อขาย(Volume) ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานซึ่งประเมินมาจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานบริษัท ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ ขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่อ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก บล.ลิเบอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิเบอเรเตอร์ และ เจ้าหน้าที่, กรรมการ, และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรง หรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล, ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ในบทวิเคราะห์นี้ อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ด้วยการใช้อำนาจ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ อาจมีการอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้าที่กล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังมีขึ้นอยู่ด้วยความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิเบอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

บล.ลิเบอเรเตอร์ รวมถึงเจ้าหน้าที่, กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ บล.ลิเบอเรเตอร์ มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ, เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ บล.ลิเบอเรเตอร์ ทำหนึ่งทำใด หรือมากกว่าหนึ่งทำ สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิเบอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นส่วนหนึ่ง หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิเบอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิเบอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว

นิยาม : บล.ลิเบอเรเตอร์ กำหนดคำแนะนำการลงทุนด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานไว้ 3 ระดับ ดังต่อไปนี้

- ซื้อ (BUY) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาหุ้นในปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) มากกว่า 10%
- ถือ (HOLD) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ระหว่าง -10% ถึง +10%
- ขาย (SELL) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ต่ำลงมากกว่า 10% ขึ้นไป

โดยคำแนะนำด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานนี้ อาจ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำทางเทคนิครายวัน หรือคำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ได้ นักลงทุนควรพิจารณาคำแนะนำในบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบร่วมกับ ลักษณะพฤติกรรมกรรมการลงทุน และความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ของนักลงทุน ก่อนตัดสินใจลงทุน

