

NAM : บมจ. นำวิวัฒน์ เมดิคอล คอร์ปอเรชั่น

จิ๊กซอว์สำคัญ วงการแพทย์

“NAM” เป็นบริษัทสนับสนุนการแพทย์ที่น่าสนใจ โดยผลิตภัณฑ์และบริการอยู่ในกระบวนการทำความเข้าใจ สะอาดและฆ่าเชื้ออุปกรณ์ทางการแพทย์ระดับปราศจากเชื้อ (Sterilization) ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญมาก โดยการมีนวัตกรรมของคุณ, มูลค่าแบรนด์ “nam” กำลังเติบโต, ฐานลูกค้าหลักเป็นภาครัฐ, มีกลุ่ม PTT เป็นพาร์ทเนอร์ และบริษัทกำลังจะขยายกำลังการผลิต เราเชื่อว่า บริษัทจะไปได้ดีในระยะยาว

โครงสร้างการ IPO : บริษัทเสนอขายหุ้น 181 ล้านหุ้น ประกอบด้วยหุ้นเพิ่มทุนไม่เกิน 105 ล้านหุ้น และหุ้นเดิมไม่เกิน 76 ล้านหุ้น ขายโดย WAI Global Corporation ซึ่งเป็นบริษัทครอบครัวผู้ก่อตั้ง โดยหลัง IPO ครอบครัว “ชัยเทอดเกียรติ” จะเหลือสัดส่วน 59.1% รองลงมา 15.0% คือบริษัท Innobic LL Holding ซึ่งถือทางอ้อม 100% โดยบริษัทในเครือ PTT โดยเงินที่ได้ จะนำไปขยายโรงงานเพิ่มกำลังการผลิต, สร้างศูนย์ R&D พัฒนาเครื่องมือการแพทย์เพิ่ม, ลงทุนในธุรกิจเครื่องมือการแพทย์ หรือ นวัตกรรมที่ส่งเสริมธุรกิจของบริษัท และ ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

แนวโน้มผลการดำเนินงาน : การแพร่ระบาดของ Covid-19 ยกฐานกำไรสุทธิปี 2021-22 ขึ้นกว่า 50% เนื่องจากบริษัทอยู่ในห่วงโซ่บริการทางการแพทย์โดยมีลูกค้าหลักคือภาครัฐ 80% ซึ่งแม้ 1H23 บริษัทอุปกรณ์การแพทย์หลายแห่งกำไรสุทธิจะหดแรง -79.8% y-y เพราะความต้องการ ATK Test-Kit หดไป แต่กว่าสินค้า/บริการของบริษัทก็ยังคงถูกใช้เพิ่ม ซ้ำแล้วซ้ำอีก เห็นได้จากกำไรสุทธิ 1H23 โตสวนทาง +82.3% y-y จากทิศทางนี้ เราคาดว่ากำไรสุทธิปีนี้ 213 ลบ.เติบโต +21.1% y-y และปีหน้า 308 ลบ. เติบโตอีก +44.5% y-y

ราคาเหมาะสมปี 2024 ที่ 9.90 บาท : อ้างอิงจาก P/E 22.5 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยของ Global medical device company และใช้ EPS ปี 2024 ที่ 0.44 บาท ซึ่งรวมผลกระทบ Dilution effect ของหุ้น IPO นี้ไปแล้ว

ความเสี่ยง : วัตถุดิบที่สำคัญในการผลิตของบริษัท คือ สแตนเลส คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 30 ถึง 75 ของต้นทุนการผลิตในส่วนวัตถุดิบ ขึ้นอยู่กับรุ่นและขนาดของแต่ละเครื่อง บริษัทมีการซื้อสแตนเลสจากผู้จำหน่ายในประเทศไทยจำนวน 4 - 6 ราย ขณะที่รายได้ที่เติบโตคลาดเคลื่อนจากสมมติฐาน 5% จะส่งผลกำไรสุทธิในอัตราใกล้เคียงกัน

NAM

Non-Rating

TP 24E **THB9.90**

method P/E 22.5x

Offering price TBD

Par price **THB0.50**

Total Offering shares 181.0mn
New shares 105.0mn
Existing shares 76.0mn

Listing SET / Consumer product / Personal Products & Pharmaceutical

คำชี้แจง : บล.ลิเบอเรเตอร์ อาจเป็นผู้ร่วมจัดจำหน่าย และรับประกันการจำหน่าย หุ้นที่ออกและเสนอขายโดย บมจ.นำวิวัฒน์ เมดิคอล คอร์ปอเรชั่น (NAM)

ห้ามเผยแพร่บทวิเคราะห์ฉบับนี้ ระหว่างวันที่ 4 ต.ค. 2023 – วันสุดท้ายที่มีการจองซื้อหุ้น

KEY FINANCIALS

FYE Dec (THBm)	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Revenue	992	1,099	1,276	1,585
Net Profit (Loss)	175	176	213	308
EPS (THB)	0.44	0.33	0.35	0.44
P/E (x)	22.7	29.6	28.5	22.5
BVPS (THB)	1.09	2.30	3.50	3.38
P/B (x)	9.1	4.3	2.8	2.9
DPS (THB)	-	0.61	0.14	0.18
Dividend Yield (%)	-	6.1	1.4	1.8
Debt/Equity (x)	1.4	0.4	0.1	0.1
ROE (%)	50.1	21.4	12.7	13.6

Source: Company, LIB Research estimates

จรรยาพันธ์ วัฒนวงศ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ #14076
Jaroonpan.W@liberator.co.th

โครงสร้างการเสนอขายหุ้น : บริษัท นำวิวัฒน์ เมดิคอล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ NAM จะทำการเสนอขายหุ้น และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET หมวดธุรกิจ “ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์” มีโครงสร้างการเสนอขายดังต่อไปนี้

จำนวนหุ้นเสนอขาย	181.0 ล้านหุ้น หรือ 25.86% ของหุ้นทั้งหมดหลัง IPO ประกอบด้วย - หุ้นเพิ่มทุน 105.0 ล้านหุ้น - หุ้นเดิม 76.0 ล้านหุ้น เสนอขายโดย WAI Global Corporation
หุ้นที่ออกและชำระแล้ว	ก่อน IPO 297 ล. 595.0 ล. หลัง IPO 350 ล. 700.0 ล.
มูลค่าที่ตราไว้	0.50 บาท/ หุ้น
ราคาเสนอขาย	TBD บาท/ หุ้น
มูลค่าเสนอขายรวม	TBD ล้านบาท
เงื่อนไขการจัดจำหน่าย	Firm Underwriting
เกณฑ์เข้าจดทะเบียน	Profit Test
แผนการใช้เงิน	- ขยายโรงงานแห่งใหม่ - พัฒนาศูนย์วิจัย และ พัฒนาผลิตภัณฑ์เครื่องมือทางการแพทย์ - ลงทุน หรือ ร่วมลงทุนในบริษัทอื่น - เงินทุนหมุนเวียน
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บริษัท ฟินเน็กซ์ แอ็ดไวเซอร์ ร่วมกับ บริษัท หลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน)
ผู้จัดการจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	- บล.ฟิแนนซ่า

รูปที่ 1 : โครงสร้างผู้ถือหุ้น ก่อน และ หลัง เสนอขายหลักทรัพย์

รายชื่อกลุ่มผู้ถือหุ้น	28 ก.พ. 2023		หลัง IPO	
	หุ้น	%	หุ้น	%
1 นายวิโรจน์ ชัยเทอดเกียรติ	186,300,000	31.31	186,300,000	26.61
2 นายวิศิษฐ์ ชัยเทอดเกียรติ	165,600,000	27.83	165,600,000	23.66
3 นางสาวนันทิรา ชัยเทอดเกียรติ	62,100,000	10.44	62,100,000	8.87
4 WAI Global Corporation Limited	76,000,000	12.77	-	-
รวมกลุ่มชัยเทอดเกียรติ	490,000,000	82.35	414,000,000	59.14
5 บจก.อินโนบิก แอลแอล โฮลดิ้ง	105,000,000	17.65	105,000,000	15.00
รวมจำนวนหุ้น	595,000,000	100.00	519,000,000	74.14
6 ประชาชนทั่วไป	-	-	181,000,000	25.86
รวมทั้งหมด	595,000,000	100.00	700,000,000	100.00

ที่มา : ร่างหนังสือชี้ชวนฯ, WAI Global Corp. ถือหุ้นทางอ้อม 100% โดยกลุ่มชัยเทอดเกียรติ, บจก.อินโนบิก แอลแอล โฮลดิ้ง ถือหุ้นทางอ้อม 100% โดยบริษัทในเครือ PTT

การประกอบธุรกิจ : บริษัทก่อตั้งในปี 1970 ในชื่อ “หน้าซุย” เริ่มธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายเครื่องนึ่งไอน้ำ (Steam Sterilizer) ด้วยพลังงานแก๊ส โดยเครื่องนี้เป็นส่วนหนึ่งของกระบวนการทำความสะอาดอุปกรณ์การแพทย์ และถือเป็นเครื่องแรกที่ผลิตโดยฝีมือคนไทย ในช่วงที่ผ่านมาได้ร่วมงานและถ่ายทอดเทคโนโลยี กับบริษัท Steelco S.p.A ซึ่งเป็นบริษัทชั้นนำด้านการผลิตอุปกรณ์และเครื่องมือทางการแพทย์ระดับโลก จาก อิตาลี ในเครือ Miele

เดือน พ.ค. 2022 บริษัท Innobic LL Holding Co., LTD. ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ PTT ซื้อหุ้นเพิ่มทุน 17.65% หรือ 105 ล้านหุ้นของบริษัท เป็นเงิน 780.6 ล้านบาท (คิดเป็นราคา 7.43 บาท/ หุ้น) เพื่อขยายไปยังธุรกิจอื่นนอกเหนือจากพลังงาน โดยมองว่าแบรนด์ nam สามารถไปสู่ระดับโลกได้

รูปที่ 2 : “nam” และ แบนด์ที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่าย

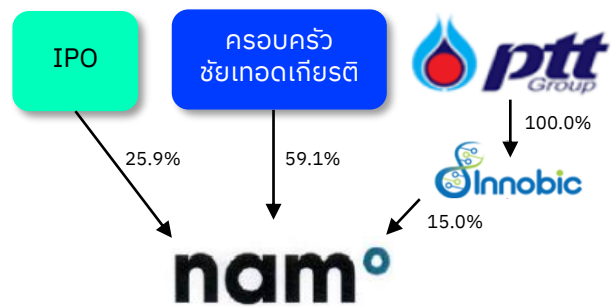


ที่มา : ร่างหนังสือชี้ชวนฯ

ปัจจุบันแบ่งรายได้เป็น 3 กลุ่ม คือ

1. Manufacture and sales of medical devices (SM) ผลิต-นำเข้า และจำหน่ายเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์ สำหรับทำความสะอาดและฆ่าเชื้ออุปกรณ์ทางการแพทย์ในระดับปราศจากเชื้อ (Sterilization) มี 4 สินค้าหลัก คือ เครื่องทำความสะอาด, เครื่องบำบัดขยะติดเชื้อ, เครื่องฆ่าเชื้อในอากาศและผิวสัมผัส และเพอร์นิเจอร์ทางการแพทย์
2. Manufacture and sales of medical consumables (CS) ผลิตและจัดจำหน่ายน้ำยาและวัสดุสิ้นเปลืองสำหรับใช้ร่วมกับเครื่องมือทำความสะอาดและฆ่าเชื้ออุปกรณ์ทางการแพทย์ เช่น น้ำยาฆ่าเชื้อสำหรับงานล้างอุปกรณ์, น้ำยาเครื่องฆ่าเชื้อในอากาศ, ชุดทดสอบการฆ่าเชื้อในการทำความสะอาดเครื่องมือแพทย์
3. Service (SV) บริการอื่นๆที่เกี่ยวข้อง เช่น บำรุงรักษาและซ่อมแซมเครื่องมือ, ทำความสะอาดเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์ปราศจากเชื้อ, บำบัดขยะติดเชื้อทางการแพทย์ และ วางแผนและปรับปรุงพื้นที่ส่วนจ่ายกลางของโรงพยาบาล (CSSD) ให้เป็นไปตามมาตรฐานสากล

รูปที่ 3 : โครงสร้างถือหุ้นหลัง IPO

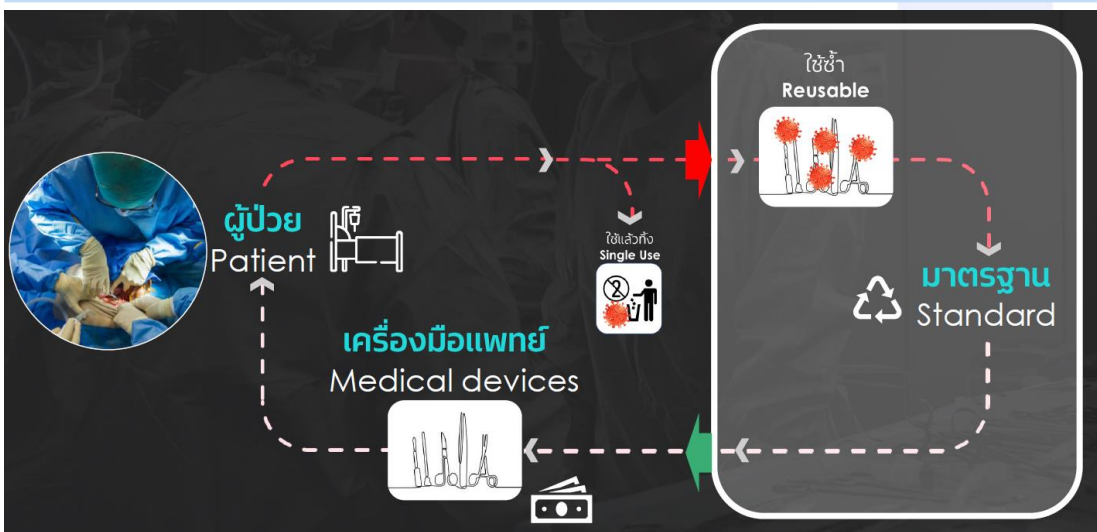


ที่มา : ร่างหนังสือชี้ชวนฯ

โมเดลธุรกิจ : ฐานลูกค้าของบริษัทคือ โรงพยาบาลรัฐ-เอกชน สถานพยาบาล หน่วยงานรัฐ คลินิก รวมกันกว่า 1,200 แห่งทั่วประเทศ โดยในกระบวนการรักษาจะเกิดการปนเปื้อนที่อุปกรณ์ใช้ซ้ำ (Reusable) ซึ่งบริษัทจะนำเสนอ อุปกรณ์ทำความสะอาดให้ทั้งในแบบไฮเอนด์ (แบรนด์ต่างชาติที่เป็นตัวแทนจำหน่าย) และแบบไม่แพง ด้วยแบรนด์ “nam” ของตน ซึ่งจะพ่วงด้วยบริการบำรุงดูแลหลังการขาย และจำหน่ายน้ำยาต่างๆที่ใช้กับอุปกรณ์อีกด้วย

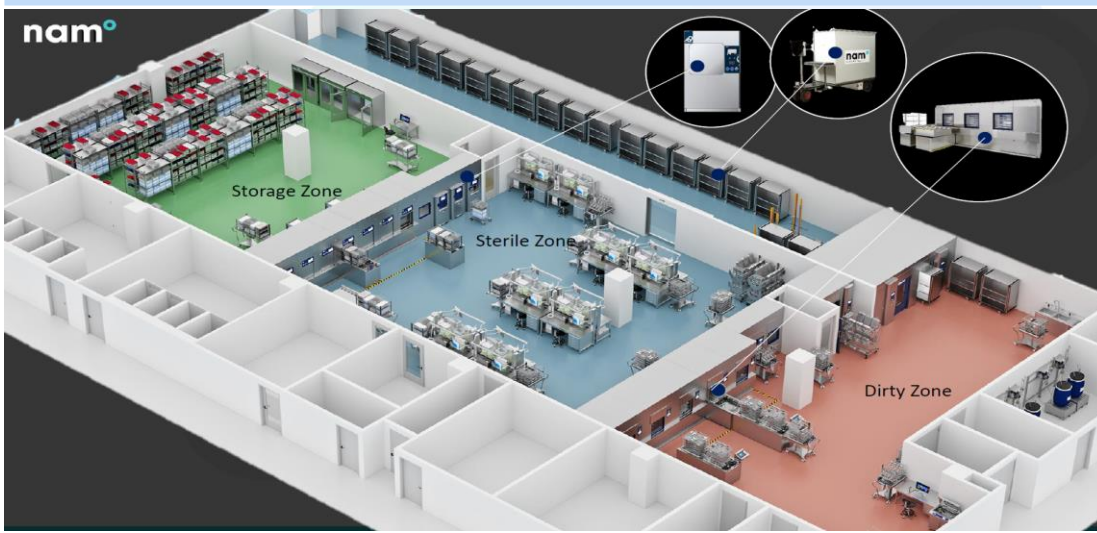
ในบางองค์กรที่ยังไม่มีงบประมาณจัดซื้ออุปกรณ์ บริษัทก็จะนำเสนอบริการรับทำความสะอาดให้ โดยจะมีระบบตรวจสอบบน Cloud ให้ลูกค้าติดตามงาน และยังมีบริการบำบัดขยะติดเชื้อให้อีกด้วย

รูปที่ 4 : บริษัทสร้างรายได้จากกระบวนการทำความสะอาดอุปกรณ์ทางการแพทย์



ที่มา : Company presentation

รูปที่ 5 : อุปกรณ์ของบริษัทอยู่ในทุกจุดของกระบวนการ



ที่มา : Company presentation

โครงสร้างรายได้ : ในปี 2022 รายได้หลักจะมาจากอุปกรณ์การแพทย์ (SM) ราว 53.7% รองลงมาจะเป็นวัสดุสิ้นเปลืองทางการแพทย์ (CS) 27.0% ส่วนงานบริการ (SV) จะเร่งขึ้นมาจาก 13.9% ปีก่อนเป็น 19.3% เนื่องจากมีการปรับปรุงพื้นที่ขนาดใหญ่ให้กับลูกค้า ซึ่งหมดลงแล้วในปีนี้

โดยลูกค้าหลักของบริษัทจะเป็นโรงพยาบาลรัฐ และ หน่วยงานรัฐรวมกันราว 77.6% เนื่องจากภาครัฐหลายแห่งยังขาดแคลนหน่วยทำความสะอาดอุปกรณ์การแพทย์ที่ได้มาตรฐาน และมีงบประมาณที่จำกัด จึงต้องพึ่งพิงการว่าจ้าง outsource จากภายนอก ซึ่งจะเป็นแหล่งรายได้ของงาน CS นั้นเอง

ขณะที่บริษัทก็ได้ให้คำแนะนำ และนำเสนอเครื่องมือและอุปกรณ์การแพทย์ รวมถึงวัสดุสิ้นเปลืองที่เกี่ยวข้องกับการทำความสะอาดหลากหลายรูปแบบให้กับโรงพยาบาล ทั้งในแบบราคาที่เข้าถึงได้ (แบรนด์ gam ของตน) หรือ แบรนด์ต่างชาติ ซึ่งเหล่านี้จะเป็นแหล่งรายได้ของกลุ่ม SM

โดยในปี 2022 รายได้รวมส่วนใหญ่จะเกิดจากแบรนด์สินค้านำเข้าต่างชาติ 45.6% ส่วนแบรนด์ของบริษัทเอง 35.1% และเป็นงานบริการอีก 19.3%

รูปที่ 6 : ธุรกิจผลิตนำเข้าอุปกรณ์การแพทย์ SM



ที่มา : Company presentation

รูปที่ 7 : ธุรกิจวัสดุสิ้นเปลืองการแพทย์ CS



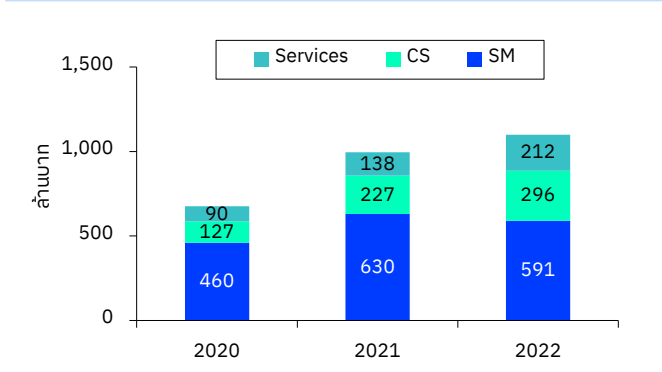
ที่มา : Company presentation

รูปที่ 8 : ธุรกิจบริการสนับสนุนงานการแพทย์ SV

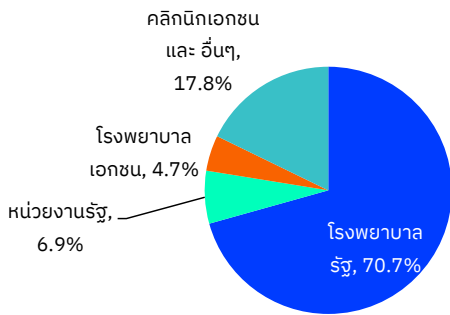


ที่มา : Company presentation

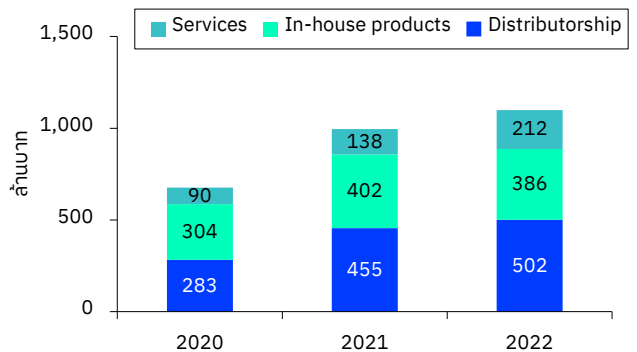
รูปที่ 9 : โครงสร้างรายได้ระหว่างปี 2020-22



ที่มา : ร่างหนังสือชี้ชวนฯ

รูปที่ 10 : โครงสร้างรายได้ตามกลุ่มลูกค้า


ที่มา : ร่างหนังสือชี้ชวนฯ

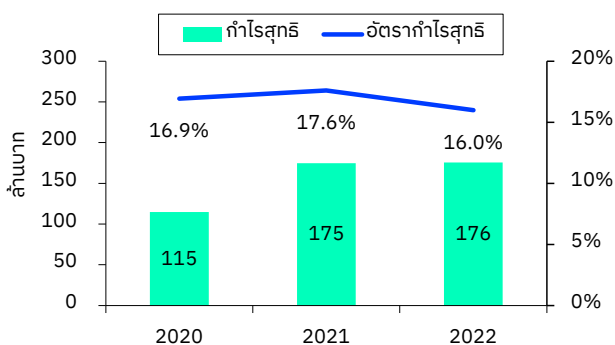
รูปที่ 11 : โครงสร้างรายได้ตามผลิตภัณฑ์


ที่มา : ร่างหนังสือชี้ชวนฯ

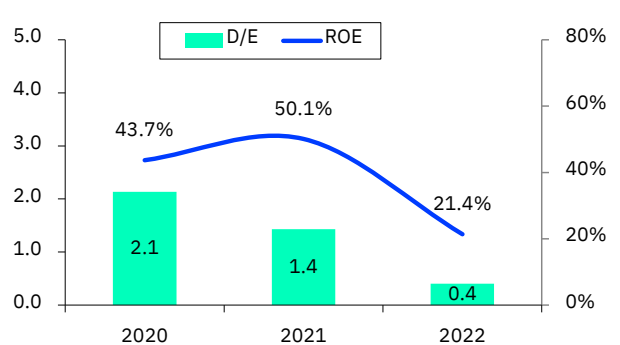
ผลการดำเนินงานปี 2020-22 : รายได้เติบโตต่อเนื่อง จาก 678 ลบ. ในปี 2020 เป็น 1,099 ลบ. ในปี 2022 หรือเพิ่มขึ้น +62.1% ภายใน 2 ปี ซึ่งผลของการแพร่ระบาด Covid-19 ทำให้กิจกรรมการแพทย์เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ รายได้กลุ่มวัสดุสิ้นเปลืองฯ (CS) จึงเพิ่มขึ้นแรงจาก 127 ลบ. ในปี 2020 เป็น 296 ลบ. ในปี 2022 หรือ +133.1% ในเวลา 2 ปี ยกฐานกำไรจาก 115 ลบ. ในปี 2020 เป็น 175 ในปี 2021 กว่ากำไรปี 2022 ทรงตัวที่ 176 ลบ. เนื่องจากการเตรียมกำลังพลขยายธุรกิจ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริการจึงเพิ่ม 10 ลบ. หรือ +5.8% y-y ขณะที่อัตรากำไรลดลงชั่วคราว

อัตรากำไรขั้นต้นปี 2020-21 ทรงตัวสูง 40.4% แต่ปี 2022 ลดลงเหลือ 36.7% เนื่องจากรับรู้รายได้จากงานก่อสร้างใหญ่ เตรียมห้องติดตั้งอุปกรณ์ให้ลูกค้ารายหนึ่งซึ่งมีอัตรากำไรต่ำเฉลี่ย 15.2% ผุนวกกับวิกฤตสงครามยูเครน-รัสเซีย ทำให้ต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มขึ้นกดดันอัตรากำไรงาน SM

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) ลดลงต่อเนื่องจาก 2.2 เท่าในปี 2020 เหลือ 0.4 เท่าในปี 2022 เนื่องจากฐานกำไรที่ยกขึ้น 52% และ กลุ่ม PTT ซื้อหุ้นเพิ่มทุนกลางปี 2022 ทำให้ส่วนของผู้ที่ถือหุ้นใหญ่ขึ้น +178.8% y-y เป็น 1,210 ลบ. กดให้ ROE กอຍลงจาก 50.1% เป็น 21.4% แต่ยังคงอยู่ในระดับน่าพอใจ

รูปที่ 12 : ฐานกำไรที่ยกตัวขึ้น 52% จากปี 2020


ที่มา : ร่างหนังสือชี้ชวนฯ

รูปที่ 13 : อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และ ROE


ที่มา : ร่างหนังสือชี้ชวนฯ

รูปที่ 14 : ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

(THBm)	2Q23	1Q23	q-q	2Q22	y-y
Revenues	316	279	13.2%	210	50.1%
COGs	198	151	31.3%	132	49.4%
Gross profits	118	128	(8.1%)	78	51.2%
Gross margin (%)	37.3%	46.0%	-	37.0%	-
SG&A	69	55	25.3%	48	44.5%
Operating profit	49	73	(33.1%)	30	61.7%
Operating margin (%)	15.5%	26.3%	-	14.4%	-
EBITDA	63	73	(13.8%)	40	59.3%
EBITDA margin (%)	20.0%	26.3%	-	18.9%	-
Interest expense	4	3	8.4%	3	19.6%
Normalised earning	34	58	(40.3%)	21	66.2%
Extra ordinary gain (loss)	0.0	0.0		0.0	
Net profit	34	58	(40.3%)	21	66.2%

Source : Company reports and LIB Research estimates

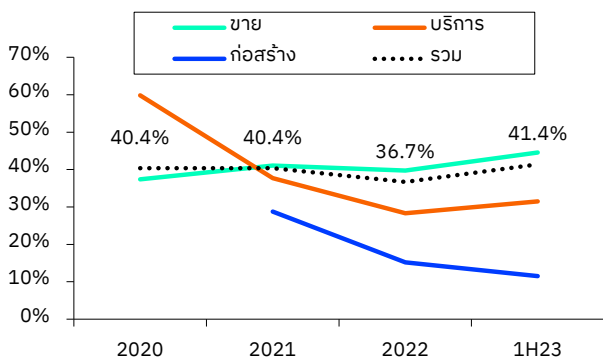
สถิติชี้วัดสำคัญ

รายได้	2Q23	1Q23	q-q	2Q22	y-y
ขาย (SM, CS)	270	219	23.2%	177	52.4%
บริการ (SV)	39	40	(3.3%)	33	18.1%
Construction	7	19	(66.2%)	0	n.m.

Source : Company reports and LIB Research estimates

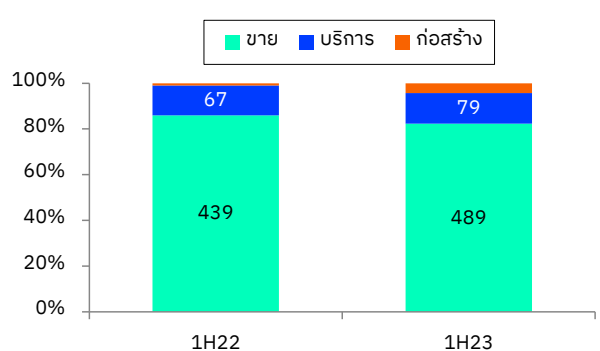
ผลการดำเนินงาน 1H23 : รายได้รวมขยายตัวต่อ +16.6% y-y ซึ่งยังคงมีงานก่อสร้างโครงการ CSSD ใหญ่ของลูกค้ารายหนึ่งหลงเหลืออยู่ ส่วนกำไรสุทธิขยายตัวเด่นเป็น 92.1 ลบ. เพิ่มขึ้น +82.4% y-y เนื่องจากรายได้จากการขาย(SM และ CS) อัตรากำไรขั้นต้นเริ่มกลับสู่ปกติ และขยายตัว +11.6% y-y ทำให้ส่วนผสม product mixed ดีขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 41.4% สู่ระดับปกติ และสูงกว่า 1H22 ที่ 28.8%

รูปที่ 15 : ส่วนผสมของอัตรากำไรขั้นต้น



ที่มา : ร่างหนังสือชี้ชวนฯ

รูปที่ 16 : สัดส่วนรายได้เปรียบเทียบ



ที่มา : ร่างหนังสือชี้ชวนฯ

แผนธุรกิจในอนาคต : ปัจจุบันโรงงานของบริษัทตั้งอยู่ที่ อ. พระสมุทรเจดีย์ จ.สมุทรปราการ มี 4 อาคาร ขนาดรวม 12,000 ตร.ม. พนักงาน 453 คน สินค้า 320 skus มีแบรนด์ เป็นของตนเอง 8 แบรนด์ 11 สิทธิบัตร ขณะทีผลิตภัณฑ์ได้ คุณภาพสากล ASME, ISO13485, ISO9001, ISO14001, CE Mark และ PED เป็นต้น

ปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างศึกษาแผนการขยายกำลังการผลิต เนื่องจากปัจจุบันกำลังการผลิตแตะ 80% ไปแล้ว โดยมีทางเลือกมีดังนี้

1. ซื้อที่ดิน 17-2-60 ไร่ มูลค่า 158.2 ลบ. แล้วก่อสร้าง อาคารสำนักงาน และอาคารผลิตเฟส 1 มูลค่า 200 ลบ. โดยแผนนี้ คาดจะเริ่มก่อสร้าง 1Q24 เพื่อเริ่มผลิตปลายปี 2024 ส่วนเฟส 2 จะใช้เงินลงทุนราว 162 ลบ. เสร็จในราว ปี 2025
2. ใช้เงินลงทุน 250 ลบ. หาซื้อที่ดินใกล้เคียงกับโรงงานเดิม เพื่อขยายโรงงานใหม่

นอกจากนี้ บริษัทเตรียมลงทุนศูนย์ R&D เพิ่มเติมอีกด้วย โดย คาดจะใช้เงินลงทุนราว 30 ลบ. คาดจะเริ่มดำเนินการในไตรมาส 2-3 ปีหน้า เพื่อพัฒนาเพิ่มสินค้าของตนเอง (In-house brand) ให้มากขึ้นจากปี 2022 ที่มีสัดส่วนรายได้ 35.1%

รูปที่ 17 : โรงงานปัจจุบัน 4 อาคาร



ที่มา : Company report

รูปที่ 18 : โรงงานแห่งใหม่



ที่มา : Company report

แผนอื่นๆอนาคต : นอกจากนี้บริษัทก็มีแผนที่จะขยายตลาดไปยังอาเซียน และ อื่นๆ เช่น มาเลเซีย เมียนมาร์ เวียดนาม สปป. ลาว ออสเตรเลีย และ จีน ซึ่งเราเองว่ามีความเป็นไปได้ เนื่องจากผู้ประกอบการโรงพยาบาลไทยหลายราย เริ่มขยาย การลงทุนไปที่ต่างประเทศเช่นกัน ทำให้บริษัทสามารถเกาะไปกับกลุ่มลูกค้าเดิมได้

การที่กลุ่ม PTT ร่วมถือหุ้นนั้น บริษัทมองว่าจะเป็นประตูให้ บริษัทใช้เครือข่ายของ PTT ที่กระจายไปทั่วโลก และหลายอุตสาหกรรมในการหาโอกาสใหม่ๆนอกเหนือจากเพียงอุปกรณ์ทางการแพทย์ได้อีกด้วย

แนวโน้มปี 2023-25 : สมมติฐานของเรามีแนวคิด ดังต่อไปนี้

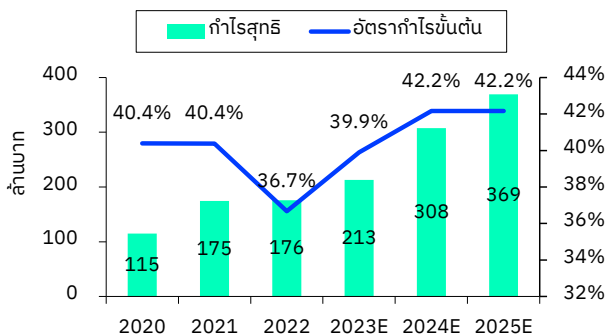
- (1) เราคาดว่าความต้องการอุปกรณ์ทำความสะอาดและฆ่าเชื้อ Sterilization จะยังคงแข็งแกร่งสนับสนุนด้วยการเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยว/ผู้ป่วยต่างชาติ, สปสช.มีการปรับค่าหัวประกันสังคมขึ้น 10% ทำให้ รพ.ต่างๆจะมีทุนเพิ่มขึ้นในการลงทุนอุปกรณ์ที่จำเป็นเหล่านี้, ปัจจุบันโรงพยาบาลมีเพียง 1/3 ที่มีห้องปฏิบัติการที่ได้มาตรฐาน ทำให้คาดว่าอุปสงค์ SM และ CS จะมีความแข็งแกร่ง
- (2) สถานการณ์สงครามยูเครน-รัสเซีย ไม่กลับมารุนแรงขึ้นอีกครั้ง เช่นเดียวกับปัญหาด้านการขนส่ง logistic ขาดแคลนตู้สินค้าที่คาดว่าจะไม่เกิดขึ้นอีก
- (3) เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2023 ที่ 213 ลบ. ขยายตัว +21.1% y-y และ 308 ลบ. เติบโตเด่น +44.1% y-y ในปี 2024
- (4) ส่วนปี 2025 คาดกำไรสุทธิ 369 ลบ. เติบโต +20.0% y-y จากกำลังการผลิตใหม่ที่เริ่มเข้าปลายปี 2024

รูปที่ 20 : สมมติฐานสำคัญ

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
SM	460	630	591	856	1,113	1,336
CS	127	227	296	234	281	337
SV	91	114	142	159	191	229
Construction	-	24	70	26	-	-
Total revenue	678	995	1,099	1,276	1,585	1,902
Growth	n.a.	46.4%	10.8%	16.0%	24.3%	20.0%
CS to SM	27.5%	36.1%	50.2%	27.3%	25.2%	25.2%
GPM	40.4%	40.4%	36.7%	39.9%	42.2%	42.2%

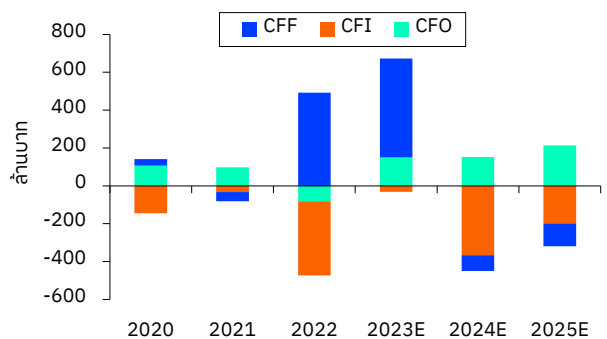
ที่มา : LIB Research est.

รูปที่ 21 : แนวโน้มกำไร 2023-25



ที่มา : ร่างหนังสือชี้ชวนฯ & LIB Research estimates

รูปที่ 22 : ทิศทางกระแสเงินสด



ที่มา : ร่างหนังสือชี้ชวนฯ & LIB Research estimates

การประเมินมูลค่า : เรามีแนวคิดดังต่อไปนี้

- 1) ตัวเปรียบเทียบในตลาดหุ้นไทย มองว่าไม่เหมาะสม เนื่องจากส่วนใหญ่เป็นเพียงตัวแทนจำหน่าย ไม่ได้มีผลิตภัณฑ์ออกแบบ หรือ แบนด์ของตนเองเหมือนบริษัท ขณะที่ปี 2023 ได้รับผลกระทบรุนแรงจากกำไรที่หดตัวลง จากอุปสงค์ของ ATK Test-Kit ที่ลดลงมาก และ โครงการใหม่ที่ยังไม่สร้างกำไร สวนทางกับกำไรของบริษัทที่ขยายตัว +82.3% y-y ค่าเฉลี่ย P/E 41.4 เท่า มองว่าอาจไม่สามารถเป็นตัวแทนที่ดีได้นัก

รูปที่ 23 : กำไรสุทธิ และ Trailing P/E ของหุ้นตัวแทนเครื่องมือแพทย์

	2021	2022	1H22	1H23	% Chg	P/E	ธุรกิจ
TM	31	13	10	5	▼ -43.8%	81.3	ตัวแทนจำหน่ายเครื่องมือแพทย์, The Parents กอดต้นตื้นๆ
SMD	320	297	223	37	▼ -83.6%	9.9	ตัวแทนจำหน่ายเครื่องมือแพทย์, ยอดขาย ATK Test-Kit ลดลง
WINMED	65	61	28	11	▼ -61.7%	33.1	ตัวแทนจำหน่ายเครื่องมือแพทย์, ยอดขาย ATK Test-Kit ลดลง
ค่าเฉลี่ย	139	123	87	18	▼ -79.8%	41.4	
NAM	175	176	50	92	▲ 82.3%		ออกแบบผลิต มีแบนด์ และ ตัวแทนจำหน่ายเครื่องมือแพทย์

ที่มา : LIB Research est., as of 22 Sep 2022

- 2) Bloomberg Intelligence ซึ่งนำข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนทั่วโลกที่ทำธุรกิจด้าน Medical device ประมวลผลร่วมกันพบว่า P/E23E จะอยู่ที่ 22.5 เท่า ซึ่งเรามองว่าสมเหตุสมผลกับธุรกิจของบริษัทที่จะผลักดันแบนด์ nam ไปสู่ระดับโลก
- 3) ย้อนไปปี 2022 กลุ่ม PTT เข้าซื้อหุ้น 17.65% ด้วยเงินสด 781 ลบ. ขณะที่ในปีนั้นสุดท้ายแล้วบริษัทรายงานกำไรสุทธิ 176 ลบ. นั่นหมายความว่าราคาเข้าซื้อคิดเป็น P/E 25.2 เท่า ซึ่งมองว่าเป็นไปได้ เนื่องจากอัตราการเติบโตคาดจะโดดเด่นจะฐานกำไรที่ยังเล็ก ผสมกับการมีนวัตกรรมของตนเอง และ Brand value ที่ซ่อนอยู่

เราเลือกใช้ราคาเหมาะสมอิง P/E23E ของค่าเฉลี่ยของ Global medical device company ที่ 22.5 เท่าเป็นจุดอ้างอิง ซึ่งเมื่อคูณกับ EPS24E คาดการณ์ที่ 0.44 บาท ซึ่งได้รวมผลกระทบ Dilution effect ของหุ้น IPO ครั้งนี้เข้าไปแล้ว **ราคาเหมาะสมสิ้นปี 2024 จะอยู่ที่ 9.90 บาท/ หุ้น**

ความเสี่ยงสำคัญ :

- วัตุดิบสแตนเลส และ เครื่องปั๊มสุญญากาศ (Vacuum Pump) มีส่วนสำคัญในการผลิตอุปกรณ์ของบริษัท สแตนเลส มีสัดส่วน 30-75% ในต้นทุนวัตุดิบ โดยทีมขายจะมีการวางแผนล่วงหน้าจากการประเมินพูดคุยกับลูกค้าเพื่อคาดการณ์ปริมาณการใช้วัตุดิบล่วงหน้า ขณะเดียวกันสแตนเลส ก็ยืดหยุ่นและสามารถสลับไปใช้ได้กับหลายชิ้นงาน
- บริษัทได้รับการแต่งตั้งเป็นตัวแทนจำหน่ายของ Steelco, AAVI, Terragene, Borer Chemie, Serimed เป็นต้น หากไม่ได้รับการต่อสัญญา ก็อาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจได้ อย่างไรก็ตาม การมีหน่วยบริการ CS, SV มีส่วนสำคัญมากต่อความพึงพอใจของลูกค้า ซึ่งที่ผ่านมา 53 ปี บริษัทก็ทำได้ดี เชื่อว่าจะได้รับการต่อสัญญาต่อเนื่อง
- ความเสี่ยงจากลูกหนี้ เรามองว่าค่อนข้างจำกัด เนื่องจากกว่า 80% เป็นลูกหนี้จากภาครัฐ แม้ว่าจะจ่ายเงินช้าบ้าง แต่ก็มีความมั่นคงที่สูง
- งบประมาณภาครัฐในด้านสาธารณสุขจะมีผลต่อการจัดซื้อวัสดุและอุปกรณ์กลุ่ม SM และ CV อย่างมีนัยสำคัญ ทำให้ผลกำไรอาจผันผวนได้หากยอดขายไม่เป็นไปตามเป้า เราได้ทำ Sensitivity ของสมมติฐานการเติบโตของรายได้เทียบกับ กำไร และ ราคาเหมาะสมไว้ดังนี้

รูปที่ 24 : ความอ่อนไหวของกำไรสุทธิ, ราคาเหมาะสม vs การเติบโตของรายได้

การเติบโตของรายได้ปี 2024	ค่ากำไรสุทธิ 24E	ราคาเหมาะสม 24E
15.0%	275	8.83
20.0%	296	9.51
24.3%	308	9.90
30.0%	329	10.57
35.0%	345	11.10

ที่มา : LIB Research est.

งบกำไรขาดทุน

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	992	1,099	1,276	1,585
ต้นทุนขาย	592	696	767	917
กำไรขั้นต้น	401	403	509	668
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	170	180	239	292
EBITDA	249	244	292	409
รายได้อื่น	3	11	10	12
ส่วนแบ่งกำไร/กิจกรรมร่วมค้า	(0)	(1)	(1)	(1)
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย	230	223	270	377
ดอกเบี้ยจ่าย	14	12	11	0
กำไรก่อนภาษี	219	223	270	389
ภาษีจ่าย	44	46	56	81
กำไรหลังภาษี	175	176	214	308
รายการพิเศษ	0	0	0	0
กำไรก่อนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	175	176	213	308
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0	0	0	0
กำไร (ขาดทุน), ตามรายงาน	175	176	213	308
กำไร (ขาดทุน) ปกติ	175	176	213	308

ข้อมูลต่อหุ้น

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (บาท)	2021	2022	2023E	2024E
กำไร(ขาดทุน) ต่อหุ้น, ตามรายงาน (EPS)	0.44	0.33	0.35	0.44
กำไร(ขาดทุน) ปกติต่อหุ้น (Core EPS)	0.44	0.33	0.35	0.44
เงินปันผลต่อหุ้น (DPS)	0.00	0.61	0.14	0.18
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS)	1.09	2.30	3.50	3.38

งบแสดงฐานะการเงิน

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
เงินสด	41	59	637	340
เงินลงทุนระยะสั้น	0	0	0	0
ลูกหนี้การค้า	236	439	510	634
สินค้าคงคลัง	388	369	383	458
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	0	364	382	401
สินทรัพย์หมุนเวียนรวม	665	1,231	1,913	1,834
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	367	390	398	731
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	2	56	56	56
เงินลงทุน.ร่วม/กิจกรรมร่วมค้า	3	0	0	0
เงินลงทุนระยะยาว	0	0	0	0
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	18	20	21	22
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนรวม	390	466	475	810
สินทรัพย์รวม	1,055	1,697	2,388	2,643
เงินกู้ระยะสั้น	167	119	0	0
เจ้าหนี้การค้า	108	135	153	183
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	173	91	54	54
หนี้สินหมุนเวียนรวม	447	345	207	237
เงินกู้ระยะยาว	135	106	0	0
หุ้นกู้	0	0	0	0
อื่นๆ	39	36	37	39
หนี้สินรวม	621	487	244	277
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว	10	298	350	350
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	728	1,715	1,715
กำไรสะสม	434	150	44	266
ผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	0	0	0	0
ส่วนผู้ถือหุ้นรวม	434	1,210	2,144	2,367

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, LIB Research est., * อิงราคาปิดล่าสุด

งบกระแสเงินสด

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	219	223	270	389
ค่าเสื่อมราคา	18	21	22	32
การเปลี่ยนแปลงทุนหมุนเวียน	(142)	(157)	(67)	(169)
เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	95	87	224	252
อื่นๆ	2	(168)	(74)	(100)
เงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน	98	(81)	150	152
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน				
เงินสดรับจากการขาย(จ่าย)เงินลงทุน	(42)	(98)	(30)	(365)
เงินสดสุทธิจากการลงทุน	(32)	(392)	(31)	(366)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน				
ออกหุ้นสามัญ	0	839	1,040	0
เงินกู้สุทธิ หักการจ่ายคืนหนี้	(36)	(36)	(263)	0
เงินปันผล	0	(243)	(319)	(85)
เงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน	(49)	492	459	(83)
เงินสดเปลี่ยนแปลงสุทธิ	17	18	578	(297)
ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน	0	0	0	0
เงินสด/เทียบเท่าเงินสดปลายงวด	41	59	637	340

อัตราส่วนทางการเงิน

งบรวมสิ้นสุด ร.ค.	2021	2022	2023E	2024E
EBITDA margin (%)	25.1	22.2	22.9	25.8
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร ต่อยอดขาย (%)	17.1	16.4	18.7	18.4
อัตราค่าไถ่จากการดำเนินงาน (%)	23.2	20.3	21.2	23.8
อัตราค่าไถ่ปกติ (%)	17.6	16.0	16.7	19.4
อัตราค่าไถ่สุทธิ (%)	17.6	16.0	16.7	19.4
ROE (%)	50.1	21.4	12.7	13.6
ROA (%)	18.6	12.8	10.4	12.2
วงจรเงินสด (วัน)	259.7	268.3	255.5	255.5
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (x)	1.4	0.4	0.1	0.1
อัตราส่วนความสามารถการจ่ายดอกเบี้ย (x)	16.4	18.7	25.6	n.m.
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%) *	0.0	6.1	1.4	1.8

อัตราการเติบโต

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., %	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	46.4	10.8	16.0	24.3
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	35.7	5.8	32.7	22.0
EBITDA	49.8	-1.8	19.5	39.9
EBIT	55.4	-3.2	21.1	39.5
กำไรปกติ	52.1	0.6	21.1	44.5
กำไรสุทธิ	52.1	0.6	21.1	44.5

สมมติฐานสำคัญ

งบรวมสิ้นสุด ร.ค.	2021	2022	2023E	2024E
SM	630	591	856	1,113
CS	227	296	234	281
SV	114	142	159	191
Construction	24	70	26	-
CS to SM	36.1%	50.2%	27.3%	25.2%

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.ลิวอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิวอเรเตอร์ 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 การคาดการณ์ล่วงหน้าดังกล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังมีขึ้นอยู่ด้วยความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิวอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

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

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิวอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิวอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิวอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว

นิยาม : บล.ลิวอเรเตอร์ 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) ตดลบมากกว่า 10% ขึ้นไป

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

