BY RESEARCH DIVISION

Initial Coverage

บมจ. มาสเตอร์ สไตล์

ความงาม ความปัง ต้อง.. MASTER

7 สิงหาคม 2567

MASTER เป็นผู้นำในวงการศัลยกรรมความงามด้วยมาตรฐานระดับสากล มีทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญหลากหลายสาขากว่า 142 คน ผ่านเครือพันธมิตรทั้งหมด 91 สาขา ครอบคลุม 60% ของพื้นที่ในประเทศไทย พร้อมด้วยประสบการณ์การผ่าตัดด้วยเทคโนโลยีที่ทันสมัย ตอบโจทย์ความต้องการที่หลากหลายของผู้ใช้บริการทุกช่วงวัย ขับเคลื่อนธุรกิจสู่การเติบโตอย่างยั่งยืนในตลาดความงามที่มีศักยภาพสูง

แนวโน้มการเติบโตในช่วง 3-5 ปีข้างหน้าจะมาจากทั้ง Organic และ Inorganic growth ภายใต้กลยุทธ์ Merger and Partners เพื่อวางตำแหน่งเป็น Specialty hospital ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรในปี 2567-2571 จะเติบโตเฉลี่ย 18% ต่อปี ประเมินราคาเหมาะสมอยู่ที่ 65 บาท/หุ้น ให้น้ำหนักการลงทุน Outperform

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ	301	416	499	616	716
Norm Profit	301	416	499	616	716
EPS (บาท)	1.8	1.6	1.7	2.0	2.4
DPS (บาท)	-	0.27	0.33	0.41	0.47
PER (เท่า)	24.6	27.4	26.3	21.3	18.3
Dividend Yield (%)	-	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%
PBV (เท่า)	18.3	3.8	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	19.7	20.8	19.8	15.6	13.0
ROE (%)	74.5%	13.9%	14.5%	15.5%	15.7%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

TECHNICAL CHART/COMMENT

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

แนวโน้มราคา : Downtrend

แนวรับ : 36.25 บาท

แนวต้าน : 47.75/56.00 บาท

MASTER

Outperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	43.50
ราคาเป้าหมาย (บาท)	65.00
Upside (%)	49.4
Dividend yield (%)	0.8

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	1.70	1.97	-14%
2568F	2.00	2.31	-13%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ESG RATING

SET ESG Ratings	-
CG Score	ดี
Anti-corruption	n/a

ที่มา: SET, SEC

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส

ประสิทธิ์ รัตนกิจกมล CFA,CISA

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และทางเทคนิค

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

อานุภาพ ศรัณยูประสิทธิ์

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

OUTPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX

NEUTRAL: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

UNDERPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่แย่ค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือแย่กว่า SET INDEX

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

ASIA PLUS Securities

Initial Coverage

ครบเครื่องเรื่องศัลยกรรมตกแต่ง

บริษัท มาสเตอร์ สไตล์ จำกัด (มหาชน) หรือ “MASTER” เป็นผู้นำในธุรกิจโรงพยาบาลศัลยกรรมความงามที่มีมาตรฐานระดับโลก มีจุดเริ่มต้นจากคลินิกเสริมความงามที่มีแพทย์เพียง 1 คน ในปี 2555 จนพัฒนาและยกระดับเป็นโรงพยาบาลศัลยกรรมความงามแบบครบวงจรภายใต้ชื่อ “โรงพยาบาลมาสเตอร์พีซ” ปัจจุบัน MASTER ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางในวงการศัลยกรรมความงาม ด้วยทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญกว่า 142 คน (รวมพาทเนอร์ของบริษัท) ที่มีความสามารถด้านศัลยกรรมที่หลากหลายสาขา พร้อมด้วยประสบการณ์การผ่าตัดด้วยเทคโนโลยีที่ทันสมัย ทำให้ MASTER สามารถให้บริการที่ครอบคลุมและมีคุณภาพสูง ตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างมีประสิทธิภาพ

MASTER จดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์เมื่อวันที่ 25 ม.ค. 2566 นับเป็นจุดเริ่มต้นของการขยายธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ ปัจจุบัน MASTER ได้ขยายการลงทุนครอบคลุมถึงธุรกิจด้านศัลยกรรมความงามและการแพทย์เฉพาะทางหลากหลายสาขา โดยใช้กลยุทธ์สร้างการเติบโตแบบ M&P (Merger and Partner) มาใช้ในการขยายธุรกิจ ซึ่งพันธมิตรแต่ละรายมีความเชี่ยวชาญเฉพาะทางที่มีจุดแข็งแตกต่างกัน การดำเนินธุรกิจดังกล่าวได้ส่งผลให้ MASTER กำหนดเป้าหมายในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า ที่จะวางตำแหน่งทางการตลาดให้เป็นโรงพยาบาลเฉพาะทาง (Specialty Hospital) อย่างเต็มรูปแบบ

ภาพรวมธุรกิจของ MASTER

ที่มา: MASTER

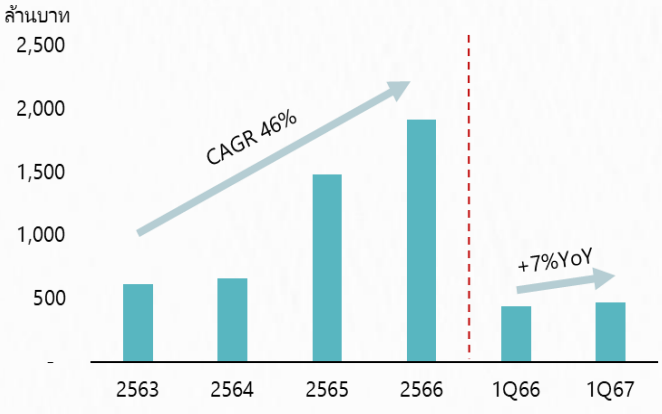
ในช่วงปี 2563-2566 MASTER มีผลการดำเนินงานเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยมีอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิเฉลี่ย 48% ต่อปี ปัจจัยขับเคลื่อนหลักมาจากการขยายตัวอย่างรวดเร็วของรายได้จากการให้บริการหัตถการ สะท้อนถึงการ

Initial Coverage

เปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภคที่ให้ความสำคัญกับการดูแลสุขภาพและการส่งเสริมบุคลิกภาพมากขึ้น ทั้งนี้การศัลยกรรมได้กลายเป็นทางเลือกที่ได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นในการเพิ่มโอกาสทางสังคมและอาชีพการงาน นอกจากนี้แนวโน้มการเพิ่มขึ้นของลูกค้าต่างชาติยังเป็นอีกหนึ่งปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญ ส่งผลให้ในปี 2566 MASTER สามารถทำกำไรสุทธิสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 416 ล้านบาท อีกทั้ง MASTER มีการปรับกลยุทธ์ทางการตลาดภายหลังการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยในช่วงก่อนเข้าตลาด บริษัทได้ดำเนินการตลาดเชิงรุกผ่านการโฆษณาบนแผ่นป้ายขนาดใหญ่ทั่วพื้นที่กรุงเทพมหานคร เพื่อเสริมสร้างการรับรู้แบรนด์ อย่างไรก็ตามในปัจจุบัน บริษัทได้ลดค่าใช้จ่ายด้านการตลาดลงอย่างมีนัยสำคัญ แม้จะมีการปรับลดค่าใช้จ่ายดังกล่าว แต่บริษัทยังคงรักษาอัตราการเติบโตจากหัตถการได้อย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้กำไรสุทธิในงวด 1Q67 เติบโต 48%YoY

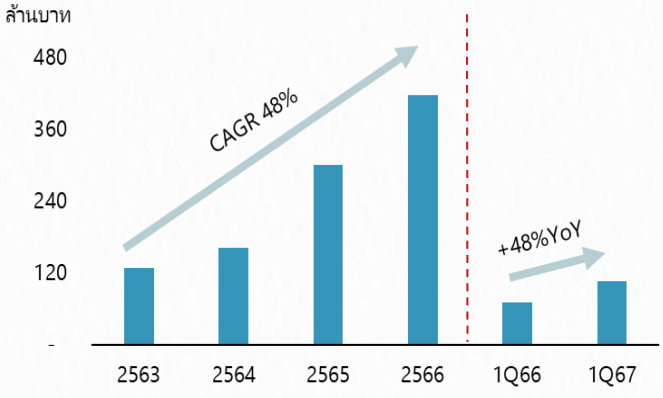
ฝ่ายวิจัยมีมุมมองเชิงบวกต่อโอกาสการเติบโตในระยะยาวของ MASTER เนื่องจากธุรกิจศัลยกรรมความงามอยู่ในอุตสาหกรรมที่มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีสูง (Organic Growth) ซึ่งได้รับแรงหนุนจากพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป ค่านิยมของสังคมที่เปิดกว้างต่อการทำศัลยกรรมมากขึ้น และการฟื้นตัวของกลุ่ม Medical Tourism นอกจากการเติบโตแบบ Organic แล้ว MASTER ยังมีกลยุทธ์การเติบโตที่มุ่งเน้นการเข้าลงทุนกับพาทเนอร์ที่มีศักยภาพ (Inorganic Growth) ซึ่งจะช่วยเสริมความแข็งแกร่งทั้งในแง่ของการเติบโตของรายได้ และการบริหารจัดการต้นทุนค่าใช้จ่าย การผสมผสานระหว่างการเติบโตทั้งสองรูปแบบนี้มีแนวโน้มมีแนวโน้มที่จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทในระยะยาว

รายได้จากการดำเนินงาน



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, MASTER

กำไรสุทธิ



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, MASTER

Initial Coverage

โรงพยาบาลศัลยกรรมความงามชั้นนำของเมืองไทย

MASTER ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนชั้นนำด้านศัลยกรรมความงามครบวงจร ภายใต้ชื่อ "โรงพยาบาลมาสเตอร์พีซ" โดยมีจุดเด่นคือการให้บริการโดยทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญเฉพาะทางที่มีประสบการณ์สูงและเป็นที่ยอมรับอย่างกว้างขวางในวงการศัลยกรรม นำเสนอบริการศัลยกรรมที่หลากหลาย ตอบโจทย์ความต้องการของลูกค้าทุกช่วงวัย ประกอบด้วยศัลยกรรมเสริมจมูก ศัลยกรรมยกคิ้วและกรอบหน้า ศัลยกรรมหน้าอก ศัลยกรรมดูดไขมันปรับรูปร่าง ศัลยกรรมตาและศัลยกรรมปรับโครงสร้างรูปหน้า รวมถึงการปลูกผม ดูแลเส้นผม และให้บริการดูแลผิวพรรณและเลเซอร์ ด้วยความเชี่ยวชาญ บริการที่ครอบคลุม และได้รับมาตรฐานระดับสากล โดยได้ผ่านการรับรองคุณภาพตามมาตรฐานสากลจากประเทศสหรัฐอเมริกา (AACI) MASTER จึงเป็นทางเลือกสำหรับผู้ที่ต้องการการศัลยกรรมความงามที่มีคุณภาพและปลอดภัย

สำหรับศักยภาพการให้บริการ ณ สิ้นงวด 1Q67 MASTER มีจำนวนเตียงทั้งหมด 22 เตียง จำนวนห้องผ่าตัดทั้งหมด 17 ห้อง และมีทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญจำนวน 142 คน ลักษณะกลุ่มลูกค้าเป้าหมายของ MASTER ครอบคลุมอายุตั้งแต่ 20-70 ปี โดยแต่ละช่วงอายุมีความแตกต่างกันในการใช้บริการ อาทิ ผู้ที่อายุตั้งแต่ 50 ปีขึ้นไปจะเน้นศัลยกรรมเพื่อคงสภาพเดิมของใบหน้าและร่างกาย ในขณะที่ผู้ที่มีอายุน้อยกว่า 25 ปี นิยมทั้งศัลยกรรมพื้นฐานอย่างเสริมตาสองชั้น ศัลยกรรมเสริมจมูก

ภาพรวมธุรกิจของ MASTER

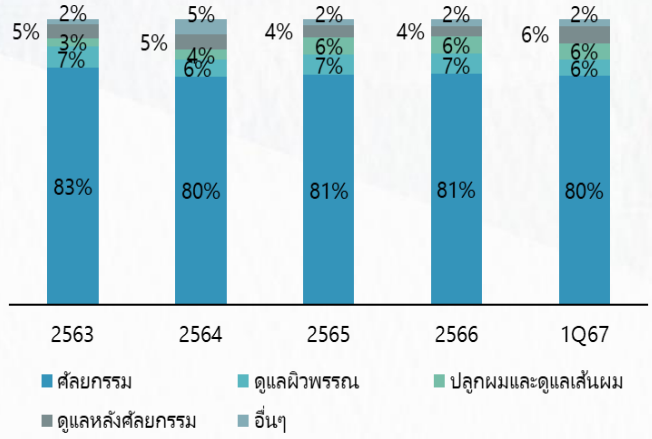
ที่มา: MASTER

Initial Coverage

80% ของรายได้หลักมาจากการศัลยกรรม

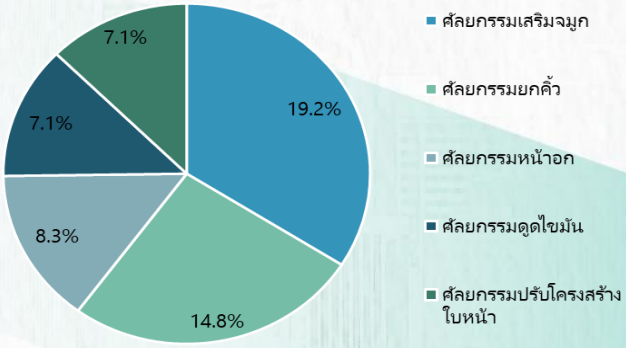
หากพิจารณาโครงสร้างรายได้ในพบว่า รายได้หลักมาจากการศัลยกรรมคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 80% ของรายได้จากการดำเนินงาน ณ สิ้นงวด 1Q67 โดยสัดส่วนรายได้หัตถการของรายได้จากการดำเนินงาน 5 อันดับ ประกอบไปด้วย ศัลยกรรมเสริมจมูก (19%) ศัลยกรรมยกคิ้ว (15%) ศัลยกรรมหน้าอก (8%) ศัลยกรรมดูดไขมัน (7%) และศัลยกรรมปรับโครงสร้างใบหน้า (7%)

โครงสร้างรายได้จากกิจการโรงพยาบาล



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, MASTER

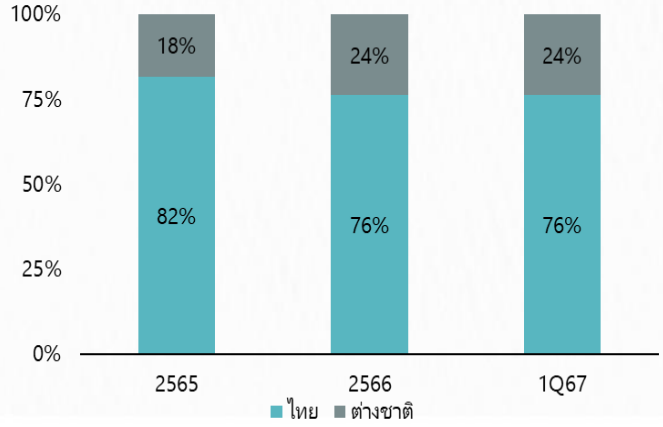
สัดส่วนรายได้หัตถการ 5 อันดับของ MASTER



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, MASTER

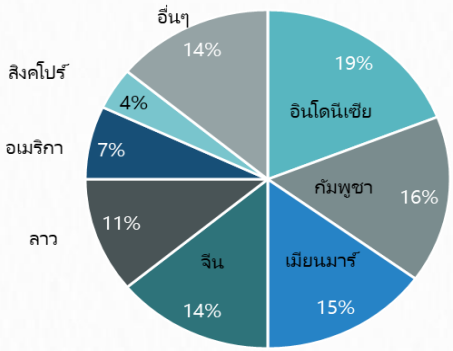
สำหรับโครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทลูกค้า ณ สิ้นงวด 1Q67 จะพบว่ารายได้จากลูกค้าไทยคิดเป็นสัดส่วน 76% ของรายได้จากการดำเนินงานทั้งหมด ขณะที่รายได้จากลูกค้าต่างชาติคิดเป็นสัดส่วน 24% โดยสัดส่วนลูกค้าต่างชาติ 5 อันดับแรก ได้แก่ อินโดนีเซีย กัมพูชา เมียนมาร์ จีน และลาว

โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทลูกค้า



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, MASTER

โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทลูกค้า



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, MASTER

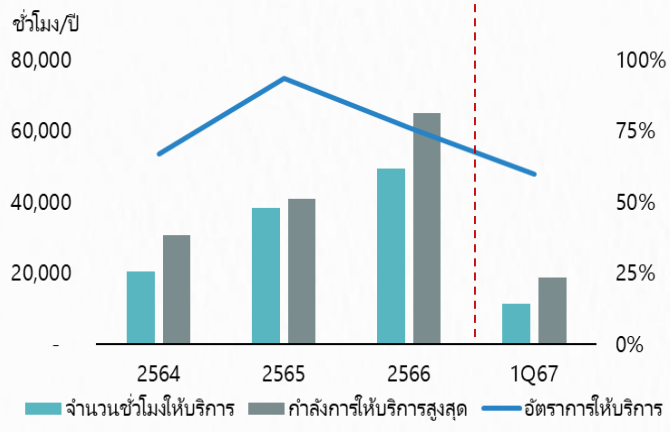
Initial Coverage

พร้อมดึงศักยภาพรองรับลูกค้าในอนาคต

หลังจาก MASTER ได้จดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ บริษัทได้ขยายศักยภาพในการให้บริการมาอย่างต่อเนื่อง สะท้อนให้เห็นถึงความความต้องการที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในตลาดศัลยกรรมความงาม ในปี 2564 MASTER มีจำนวนชั่วโมงที่ให้บริการอยู่ที่ 20,531 ชั่วโมงต่อปี ซึ่งเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเป็น 38,345 ชั่วโมงต่อปีในปี 2565 คิดเป็นอัตราการเติบโต 87%YoY (คำนวณจากจำนวนชั่วโมงที่ให้บริการเฉลี่ย/ห้อง/วัน ที่ 12 ชั่วโมงในปี 2564 และ 16 ชั่วโมงในปี 2565 คูณด้วยจำนวนห้องผ่าตัด) ส่งผลให้อัตราการให้บริการเพิ่มจาก 67% ในปี 2564 ขึ้นมาอยู่ที่ 94% ในปี 2565

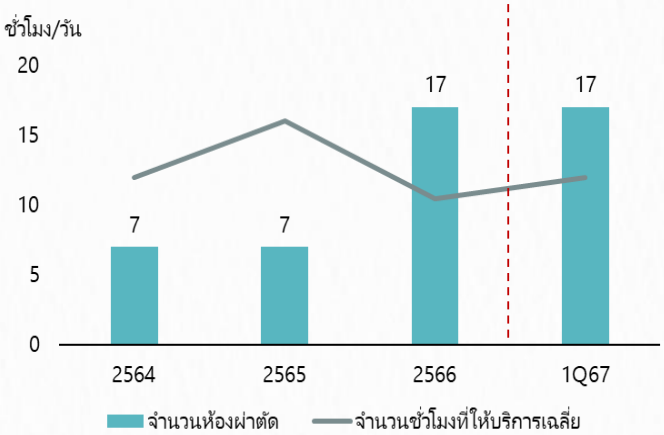
หลังนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ MASTER ได้นำเงินทุนที่ได้จากการเสนอขายหุ้นสามัญเป็นครั้งแรกมาใช้ในการขยายธุรกิจ โดยเพิ่มจำนวนห้องผ่าตัดจาก 7 ห้องเป็น 17 ห้องในปี 2566 ทำให้กำลังการให้บริการสูงสุดของบริษัทเพิ่มขึ้นจาก 40,880 ชั่วโมงต่อปีในปี 2565 เป็น 65,062 ชั่วโมงต่อปีในปี 2566 ณ สิ้นงวด 1Q67 MASTER ให้บริการลูกค้าไปแล้วจำนวน 11,386 ชั่วโมง คิดเป็นอัตราบริการที่ 60% แสดงให้เห็นถึงโอกาสที่ MASTER จะใช้กลยุทธ์ทางการตลาดและการขายดึงดูดลูกค้าเพิ่มเติม เพื่อใช้ประโยชน์จากการขยายห้องผ่าตัดดังกล่าวได้เต็มศักยภาพ

ประสิทธิภาพการให้บริการ



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, MASTER

จำนวนห้องผ่าตัด



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, MASTER

Initial Coverage

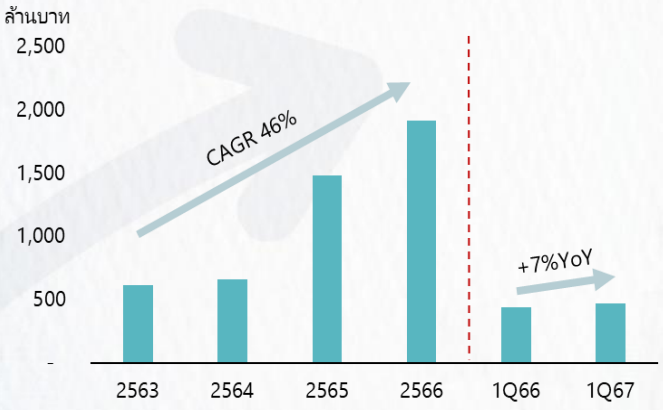
ปี 2563-2566 ผลการดำเนินงานโตต่อเนื่องไม่มีสะดุด

MASTER มีรายได้จากการดำเนินงานเติบโตอย่างต่อเนื่องระหว่างปี 2563-2566 เฉลี่ย 46% ต่อปี ปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญมาจากการขยายตัวของรายได้ในทุกแผนกศัลยกรรม ไม่ว่าจะเป็นการเสริมจมูก การผ่าตัดหน้าอก การดูดไขมัน และการยกคิ้ว การฟื้นตัวของธุรกิจหลังจากสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย ส่งผลให้ลูกค้ากลับมาใช้บริการในระดับปกติ นอกจากนี้ MASTER ยังได้ดำเนินกลยุทธ์เชิงรุกด้วยการเพิ่มจำนวนแพทย์เพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้น และปรับปรุงกลยุทธ์ทางการตลาด โดยจัดตั้งทีมการตลาดเฉพาะสำหรับแต่ละหัตถการ พร้อมทั้งจัดกิจกรรมส่งเสริมการขายอย่างต่อเนื่อง จากปัจจัยดังกล่าวส่งผลให้รายได้จากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดด 125%YoY ในปี 2565 และยังคงรักษาการเติบโตอย่างต่อเนื่องในปี 2566 โดยทำรายได้สูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1,917 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 29%YoY สำหรับงวด 1Q67 MASTER มีรายได้จากการดำเนินงานอยู่ที่ 468 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 7%YoY โดยหลักเป็นการเพิ่มขึ้นของรายได้ศัลยกรรม อย่างไรก็ตามรายได้จากการดูแลผิวพรรณลดลง 7%YoY เป็นผลมาจาก MASTER ได้มีการปรับเปลี่ยนวิธีการรายงานรายได้ระหว่างหมวดหมู่ โดยย้ายรายได้การฉีดฟิลเลอร์จากหมวดการดูแลผิวพรรณไปอยู่ในหมวดการศัลยกรรมแทน

ด้านผลประกอบการ MASTER มีกำไรเติบโตเฉลี่ย 48% ต่อปี และมี Net profit margin อยู่ระหว่าง 20.2%-23.6% ในช่วงปี 2563-2566 โดยกำไรสุทธิทำระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์อยู่ที่ 416 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 38%YoY จากรายได้ที่เพิ่มขึ้นในศัลยกรรมทุกหัตถการ และเริ่มมีการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วมจำนวน 5 ล้านบาท สำหรับงวด 1Q67 กำไรสุทธิอยู่ที่ 106 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 48%YoY ปัจจัยสนับสนุนหลักมาจากการเพิ่มขึ้นของรายได้และอัตรากำไร ควบคู่ไปกับการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยเฉพาะการปรับลดค่าใช้จ่ายด้านการตลาดผ่านสื่อออนไลน์และป้ายโฆษณาขนาดใหญ่

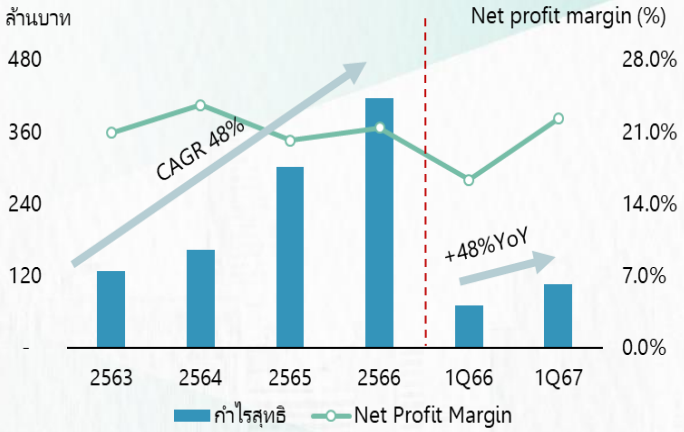
Initial Coverage

รายได้จากการดำเนินงาน



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, MASTER

ประสิทธิภาพการทำกำไร



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, MASTER

ฝ่ายวิจัยประเมินแนวโน้มผลประกอบการ 2Q67 จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในแง่ของ QoQ และ YoY แม้ว่าช่วงครึ่งปีแรกโดยปกติจะเป็น Low season ของธุรกิจศัลยกรรมความงาม โดยสถิติย้อนหลังชี้ว่ารายได้และกำไรในช่วง 1H มีสัดส่วนประมาณ 41-45% และ 37-45% ของทั้งปีตามลำดับ สอดคล้องกับพฤติกรรมการชะลอการใช้จ่ายของผู้บริโภค อย่างไรก็ตามปัจจัยหนุนการเติบโตมาจากการขยายขีดความสามารถในการรองรับผู้ป่วย จากการเพิ่มจำนวนห้องผ่าตัดจาก 7 เป็น 17 ห้อง ประกอบกับการคาดการณ์ว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะชะลอตัว อันเป็นผลจากการปรับลดงบประมาณด้านการตลาด

ธุรกิจศัลยกรรมความงามอยู่ในเทรนด์ขาขึ้น

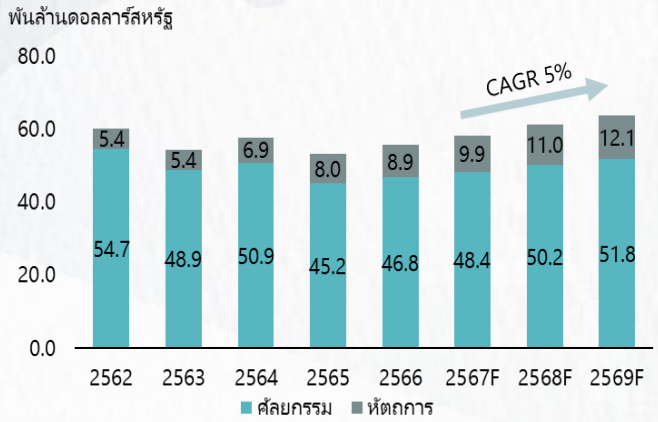
การทำศัลยกรรมความงามกำลังได้รับความนิยมเพิ่มขึ้น อันเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภค โดยเฉพาะอย่างยิ่งการให้ความสำคัญกับภาพลักษณ์ภายนอก ตัวบ่งชี้ที่ชัดเจนสามารถสังเกตได้จากพฤติกรรมการใช้สื่อสังคมออนไลน์ ที่ผู้ใช้งานส่วนใหญ่มักจะตกแต่งภาพถ่ายก่อนเผยแพร่บนแพลตฟอร์มต่างๆ ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทัศนคติต่อการทำศัลยกรรมในวงกว้าง ซึ่งไม่จำกัดเฉพาะในกลุ่มผู้หญิงและ LGBTQ+ เท่านั้น แต่ยังรวมถึงกลุ่มผู้ชายมากขึ้นด้วย

ธุรกิจศัลยกรรมความงามในประเทศไทยกำลังก้าวเข้าสู่ช่วงการเติบโตอย่างก้าวกระโดด โดยการรวมรวมข้อมูลจาก SCBEIC, McKensey ,International Society of Aesthetic Plastic Surgery (ISAPS) และGrand View Research พบว่าว่ามูลค่าตลาดบริการเวชศาสตร์ความงามของไทยระหว่างปี 2565-2573 คาดว่าจะเติบโตประมาณ 12% ต่อปี ซึ่งเป็นอัตราที่สูงกว่าการเติบโตของตลาดโลกที่คาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 5% ต่อปีในช่วงปี 2565-2569 ปัจจัยสำคัญที่

Initial Coverage

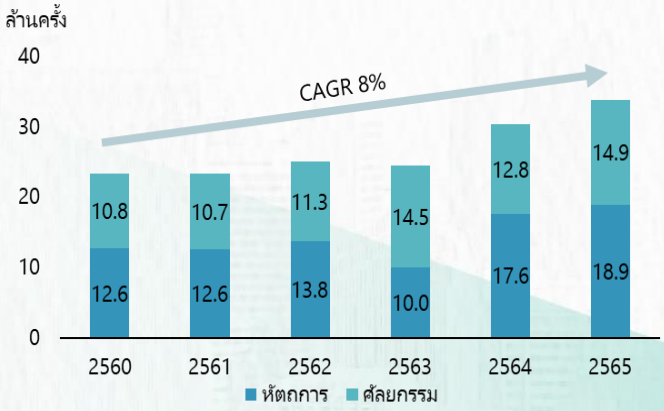
ขับเคลื่อนหลักมาจากราคาโดยเฉลี่ยที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับภูมิภาคอื่น เครื่องมือทางการแพทย์ที่ทันสมัย และมาตรฐานการให้บริการที่ทัดเทียมระดับโลก รวมถึงนโยบายภาครัฐที่ส่งเสริมให้ไทยเป็นศูนย์กลางทางการแพทย์เชิงท่องเที่ยว

มูลค่าตลาดบริการเวชศาสตร์ความงามของโลก



ที่มา: ISAPS, McKinsey, SCBEIC

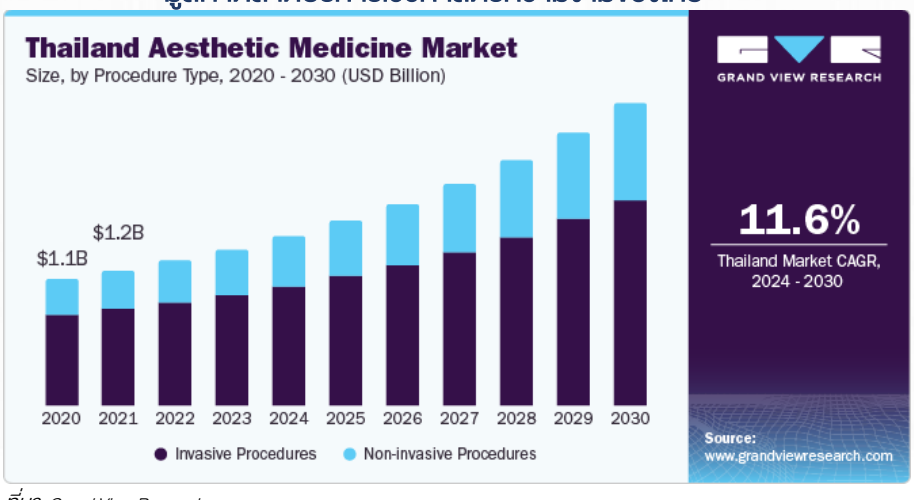
จำนวนการใช้บริการเวชศาสตร์ความงามของโลก



ที่มา: ISAPS, McKinsey, SCBEIC

ด้วยปัจจัยดังกล่าวข้างต้น ส่งผลให้แนวโน้มผู้ใช้บริการมีความหลากหลายทุกเพศทุกวัย โดยเริ่มเห็นการเข้ามาใช้บริการของ Gen Z และกลุ่มผู้ชายมากขึ้น อีกทั้งผู้ให้บริการส่วนใหญ่เข้ามาทำมากกว่า 1 หัตถการขึ้นไป โดยบริการที่ได้รับความนิยมมักเป็นการผสมผสานระหว่างการบำรุงผิวพรรณควบคู่ไปกับหัตถการอื่นๆ ถือเป็นปัจจัยเชิงบวกต่อ MASTER เนื่องจากสามารถจับกลุ่มลูกค้าได้หลากหลายทุกช่วงวัย อีกทั้งยังมีเครื่องมือแพทย์ที่ทันสมัยและได้มาตรฐานสอดคล้องกับ พฤติกรรมของผู้ใช้บริการส่วนใหญ่ที่มักจะให้ความสำคัญกับความปลอดภัยเป็นอันดับแรก

มูลค่าตลาดบริการเวชศาสตร์ความงามของไทย



ที่มา: Grand View Research

Initial Coverage

ขยายอาณาจักรโรงพยาบาลเฉพาะทางด้วยกลยุทธ์ M&P

ภายหลังการจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ MASTER ไม่เพียงแต่นำเงินทุนที่ระดมได้ไปใช้ในการขยายกิจการเท่านั้น แต่ยังได้ดำเนินการลงทุนอย่างมีกลยุทธ์ในพันธมิตรทางธุรกิจที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน ภายใต้กลยุทธ์ Cross Broader, Cross Selling และ Cross Synergy ซึ่งจะช่วยเสริมความแข็งแกร่งทั้งในแง่ของการเติบโตของรายได้ และการบริหารจัดการต้นทุนค่าใช้จ่าย

Cross Boarder: เสริมสร้างความแข็งแกร่งในตลาดต่างจังหวัดผ่านการเป็นพันธมิตรกับคลินิกศัลยกรรมและความงามชั้นนำในแต่ละพื้นที่ ซึ่งมีความเชี่ยวชาญและฐานลูกค้าที่มั่นคง กลยุทธ์นี้จะช่วยเพิ่มการเข้าถึงลูกค้าในภูมิภาคต่างๆ โดยอาศัยความเป็นผู้นำตลาดในท้องถิ่นของพันธมิตร นอกจากนี้ยังเป็นโอกาสในการแบ่งปันผลิตภัณฑ์ บริการ และองค์ความรู้สู่พันธมิตร ซึ่งจะช่วยยกระดับมาตรฐานการให้บริการโดยรวม

Cross Selling: สร้างความร่วมมือกับผู้ประกอบการในกลุ่มบริการสุขภาพที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน โดยมุ่งเน้นธุรกิจที่มีศักยภาพในการพัฒนาสู่การเป็นโรงพยาบาลเฉพาะทางในอนาคต กลยุทธ์นี้จะอาศัยการสนับสนุนด้านระบบการบริหารจัดการจากบริษัทแม่ เพื่อผลักดันการเติบโตและยกระดับมาตรฐานการให้บริการ เป้าหมายระยะยาวคือการสร้างเครือข่ายโรงพยาบาลเฉพาะทางที่ครอบคลุมความต้องการด้านสุขภาพที่หลากหลาย

Cross Synergy: ขยายเครือข่ายพันธมิตรสู่ภาคธุรกิจนอกเหนือจากอุตสาหกรรมบริการสุขภาพ โดยมุ่งเน้นการยกระดับประสิทธิภาพการดำเนินงานผ่านการผนึกกำลังด้านทรัพยากรและองค์ความรู้ อาทิ ด้านการตลาดและการบริหารจัดการ ซึ่งจะเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญในการเพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขันของธุรกิจในเครือ

บริษัทร่วมทุนของ MASTER

บริษัท	เงินลงทุน (ล้านบาท)	สัดส่วน (%)	รูปแบบธุรกิจหลัก	ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุน ช่วงเวลา	จำนวนเงิน (ล้านบาท)
Cross Boarder					
WIND Clinic	64	40%	ศัลยกรรมตกแต่ง		-0.3
TYP Clinic	74	40%	ศัลยกรรมตกแต่ง		1.6
Aurora Clinic	19	40%	ศัลยกรรมตกแต่ง	2H67F	
Cross Selling					
Dr.Chen Clinic	94	40%	ศัลยกรรมโครงหน้า		-0.08
Rattinan Medical Center	70	20%	ศัลยกรรมกระชับสัดส่วนร่างกาย		0.8
Changmai Nursing Home Care	50	40%	ดูแลผู้ป่วยสูงอายุ		
V Square Clinic	720	40%	ฟิลเลอร์ปรับรูปหน้า		
S45 Clinic	286	40%	ศัลยกรรมตกแต่งจมูก		
Korawin Clinic	156	15%	ศัลยกรรมตกแต่ง	2H67F	
Me Center	55	35%	คลินิคดูแลสุขภาพจิต		
The Skin Clinic	96	40%	ปลูกผม		
BEQ Group	184	35%	ปลูกผม		
Cross Synergy					
Twinkle Star	65	40%	สื่อโฆษณาประชาสัมพันธ์และกิจกรรมส่งเสริมการตลาด		0.99
KIN Corporation	160	40%	สื่อโฆษณาประชาสัมพันธ์และกิจกรรมส่งเสริมการตลาด		7.04
Aesthelis Code	0.2	20%	ผลิตและจัดจำหน่ายซิลิโคน	2H67F	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, MASTER

Initial Coverage

MASTER ใช้กลยุทธ์การขยายธุรกิจผ่านการเลือกลงทุนในกิจการที่มีศักยภาพสูง แต่ละธุรกิจที่เข้าไปลงทุนล้วนเป็นผู้นำในตลาดพื้นที่นั้นๆ ซึ่งกลยุทธ์นี้ช่วยลดต้นทุนได้อย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับการขยายโรงพยาบาลสาขาใหม่ด้วยตนเอง มีฐานลูกค้าที่แข็งแกร่งอยู่แล้ว แต่อาจขาดความเชี่ยวชาญด้านการตลาด ซึ่งเป็นจุดแข็งของ MASTER การผนึกกำลังนี้จึงก่อให้เกิดการสนับสนุนซึ่งกันและกันในด้านบริหารจัดการ ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือกรณีของ WIND Clinic ซึ่งเป็นผู้นำด้านการรักษาเกี่ยวกับ Skin ในภาคอีสานตอนล่าง ในจังหวัดอุบลราชธานี และมีทำเลที่ตั้งติดกับประเทศลาว การลงทุนร่วมกับ WIND Clinic จะทำให้สร้างรายได้ต่อสาขาได้สูงกว่าเปิดโรงพยาบาลด้วยตนเอง เนื่องจากไม่ต้องเสียค่าใช้จ่ายด้านการตลาดสูง เพื่อขยายฐานลูกค้าใหม่ อีกทั้งยังได้รับความไว้วางใจจากลูกค้าอยู่แล้ว กลยุทธ์การลงทุนของ MASTER ยังแสดงให้เห็นถึงการกระจายความเสี่ยงและการสร้างระบบนิเวศน์ทางธุรกิจที่ครอบคลุม โดยธุรกิจที่เข้าไปลงทุนมีความหลากหลาย ตั้งแต่ธุรกิจความงาม ธุรกิจดูแลผู้สูงวัย ธุรกิจการดูแลสุขภาพจิต รวมถึงธุรกิจที่ช่วยการบริหารจัดการภายในองค์กรอย่างธุรกิจสื่อหรือการตลาด และธุรจกิผลิตและจัดจำหน่ายซิลิโคน ซึ่งจะช่วยเสริมให้ MASTER มีการดำเนินธุจกิจแบบครบวงจรมากขึ้น การดำเนินกลยุทธ์ดังกล่าวส่งผลให้ MASTER กำหนดเป้าหมายในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า ที่จะวางตำแหน่งทางการตลาดให้เป็นโรงพยาบาลเฉพาะทาง (Specialty Hospital) อย่างเต็มรูปแบบ

ปัจจุบัน MASTER เริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนตั้งแต่งวด 4Q66 และ 1Q67 จำนวน 5 ล้านบาท และ 10 ล้านบาท ตามลำดับ โดยภายหลังจากการประกาศความร่วมมือทางธุรกิจระหว่าง MASTER และพันธมิตรจะดำเนินการปรับปรุงงบการเงินร่วมกัน โดยกระบวนการนี้คาดว่าจะใช้ระยะเวลาประมาณ 3 ถึง 6 เดือน ทั้งนี้การรับรู้ผลกำไรขาดทุนจากการดำเนินงานร่วมกันจะเริ่มขึ้นภายหลังจากการปรับปรุงงบการเงินแล้วเสร็จ อย่างไรก็ตามฝ่ายวิจัยยังไม่ได้รวมประมาณการส่วนแบ่งกำไรขาดทุนของพาทเนอร์เข้ามา เนื่องจากข้อมูลปัจจุบันยังไม่เพียงพอ

Initial Coverage

V Square เสริมหัตถการประเภทฉีด

ในบรรดาพันธมิตรทางธุรกิจที่ MASTER ได้ร่วมมือด้วย การลงทุนใน V Square Clinic ถือเป็นการร่วมทุนที่มีมูลค่าสูงที่สุด มีจำนวนมูลค่าเงินลงทุน 720 ล้านบาท โดย V Square Clinic มีชื่อเสียงโดดเด่นในด้านหัตถการประเภทฉีด มีจำนวนสาขาอยู่ที่ 25 สาขา ณ สิ้นปี 2566 ในพื้นที่กรุงเทพมหานครและปริมณฑล สัดส่วนรายได้หลักมากจากการฉีดเกินกว่า 90% ซึ่งจะมาช่วยเสริมรายได้จากการฉีดฟิลเลอร์ของ MASTER ที่มีสัดส่วนการฉีดราว 7% ของรายได้จากการดำเนินงาน

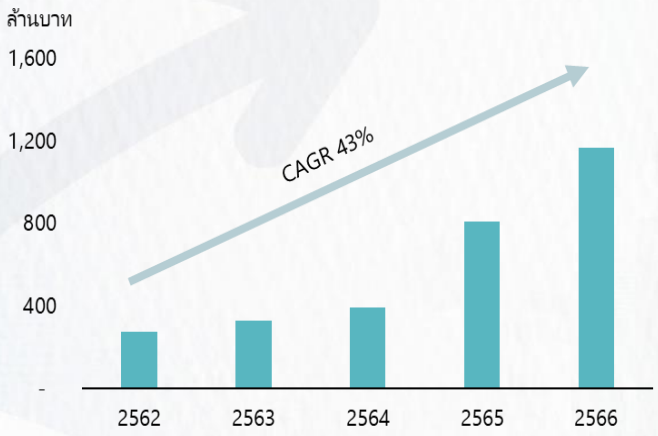
แผนการขยายธุรกิจของ V Square

ที่มา: MASTER

V Square Clinic มีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยอัตราการเติบโตในสาขาที่เปิดมากกว่า 2 ปี อยู่ที่ 20%YoY มีการปรับเป้าหมายการขยายสาขาเพิ่มเป็น 30-32 แห่ง จากเดิม 27 แห่ง ในปี 2567 ปัจจุบันเปิดสาขาใหม่ไปแล้ว 2 แห่ง รวมถึงมีแผนขยายไปยังพื้นที่ปริมณฑลมากขึ้นและมีการเพิ่มจำนวนแพทย์เต็มเวลาเป็นประมาณ 40 คน นอกจากนี้ยังมีการขยายบริการและผลิตภัณฑ์ใหม่ อาทิ การกำจัดขน เพื่อเพิ่มรายได้จากฐานลูกค้า ด้านประสิทธิภาพการให้บริการมีการเพิ่มจำนวนและอัตราการใช้งานของเครื่องมือต่างๆ โดยเฉพาะกลุ่มการยกกระชับด้วยคลื่นอัลตราซาวด์ รวมถึงกลยุทธ์การขายที่ไม่ใช้พนักงานขาย แต่ให้แพทย์เป็นผู้ให้คำปรึกษาโดยตรง สะท้อนถึงความมุ่งมั่นในการสร้างความเชื่อมั่นและความพึงพอใจของลูกค้าในระยะยาว

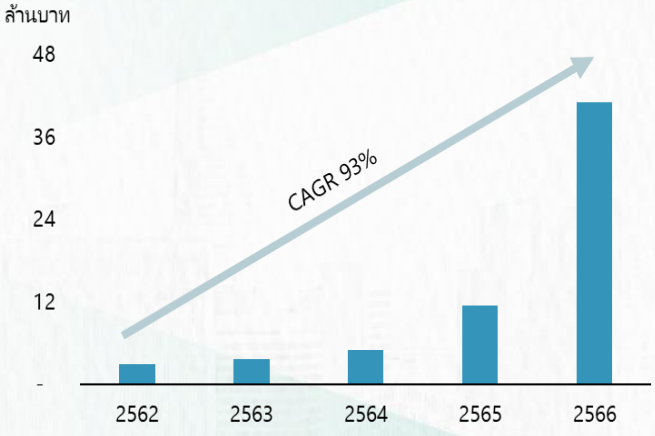
Initial Coverage

รายได้ปี 2562-2566 ของ V Square



ที่มา: DBD

กำไรปี 2562-2566 ของ V Square



ที่มา: DBD

คาดการณ์กำไรปี 2567-2571 เติบโตเฉลี่ยปีละ 18% ต่อปี

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรปี 2567-2571 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 18% จาก 499 ล้านบาทในปี 2567 เป็น 961 ล้านบาท ในปี 2572 โดยมีรายละเอียดดังนี้

สมมติฐานในการจัดทำประมาณการ

1. รายได้จากการดำเนินงาน

ฝ่ายวิจัยวิเคราะห์แนวโน้มการเติบโตของรายได้ในปี 2567 โดยอ้างอิงจากข้อมูลย้อนหลังปี 2564-2566 แสดงให้เห็นถึงการขยายตัวอย่างมีนัยสำคัญในธุรกิจศัลยกรรมและความงาม โดยคาดการณ์ว่ารายได้จากการศัลยกรรมจะเพิ่มขึ้น 20% เมื่อเทียบกับปีก่อน มาอยู่ที่ 1,863 ล้านบาท ปัจจัยหลักมาจากการขยายจำนวนห้องผ่าตัดซึ่งช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการรองรับลูกค้า แนวโน้มความต้องการใช้บริการของลูกค้าที่เพิ่มขึ้น และการเพิ่มชั่วโมงให้บริการเฉลี่ยจาก 10 ชั่วโมงต่อวันในปี 2566 เป็น 14 ชั่วโมงต่อวันในปี 2567 นอกจากนี้ รายได้จากหัตถการอื่นๆ เช่น การดูแลผิวพรรณ การปลูกผมและดูแลเส้นผม รวมถึงการดูแลหลังศัลยกรรม คาดว่าจะเติบโต 26% เมื่อเทียบกับปีก่อน มาอยู่ที่ 460 ล้านบาท ซึ่งสอดคล้องกับการเติบโตของรายได้จากการศัลยกรรม

Initial Coverage

สำหรับรายได้จากการดำเนินงานในปี 2568-2571 ฝ่ายวิจัยคาดการณ์อัตราการเติบโตเฉลี่ยอยู่ที่ 16% ต่อปี สูงกว่าอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมเวชศาสตร์ความงามของไทยที่ 12% ต่อปี จากการใช้กลยุทธ์แบบ M&P (Merger and Partner) โดยกำหนดจำนวนห้องผ่าตัดอยู่ที่ 17 ห้องต่อปี และอัตราการให้บริการเฉลี่ยอยู่ที่ 70% ต่อปี ประกอบกับค่ารักษาพยาบาลที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 7% ต่อปี

ประมาณการรายได้ปี 2567-2571 ของ MASTER

	2564	2565	2566	2567F	2568F	2569F	2570F	2571F
จำนวนห้องผ่าตัด	7	7	17	17	17	17	17	17
จำนวนชั่วโมงที่ให้บริการเฉลี่ย (ชั่วโมง/วัน/ห้อง)	12	16	10	14	15	16	17	17
จำนวนชั่วโมงให้บริการ (ชั่วโมง/ปี)	20,531	38,345	49,631	55,659	62,360	68,503	72,785	77,152
กำลังการให้บริการสูงสุด (ชั่วโมง/ปี)	30,660	40,880	65,062	85,629	93,075	99,280	105,485	105,485
อัตราการให้บริการ	67.0%	93.8%	76.3%	65.0%	67.0%	69.0%	69.0%	73.1%
รายได้จากการศัลยกรรม	**527**	**1,194**	**1,553**	**1,863**	**2,234**	**2,626**	**2,985**	**3,386**
% อัตราการเติบโต		*126.6%*	*30.1%*	*20.0%*	*19.9%*	*17.5%*	*13.7%*	*13.4%*
รายได้จากการดูแลพิวพรรณ	39	106	136	171	211	256	305	356
รายได้จากการปลูกผมและดูแลเส้นผม	23	90	115	145	180	218	260	305
รายได้จากการดูแลหลังจากศัลยกรรม	36	62	70	90	115	148	190	243
รายได้จากการประกอบกิจการโรงพยาบาลอื่น	35	31	44	54	65	76	85	92
รวมรายได้จากการดำเนินงาน	**660**	**1,483**	**1,917**	**2,323**	**2,805**	**3,323**	**3,825**	**4,381**
% อัตราการเติบโต		*124.8%*	*29.3%*	*21.2%*	*20.7%*	*18.5%*	*15.1%*	*14.5%*

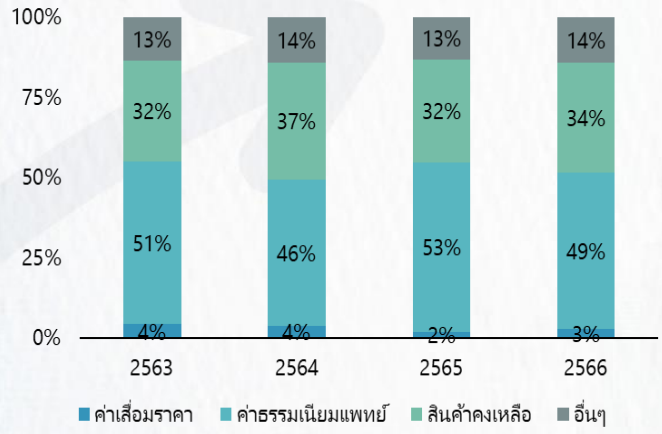
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

2. อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin)

ในปี 2567-2571 ฝ่ายวิจัยคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ในช่วง 59.4%-61.1% เพิ่มขึ้น จาก 59.1% ในปี 2566 การเพิ่มขึ้นนี้มีปัจจัยสนับสนุนหลักจากการเติบโตของรายได้ศัลยกรรม โดยเฉพาะในส่วนของลูกค้าต่างชาติ ซึ่งมักเลือกทำมากกว่าหนึ่งหัตถการในคราวเดียว ทำให้ค่าใช้จ่ายต่อเคสสูงกว่าลูกค้าชาวไทยราว 20% ลูกค้าต่างชาติเติบโต 68%YoY สูงกว่าลูกค้าไทยที่เติบโต 21%YoY ในปี 2566 ประกอบกับผลของการบริหารจัดการต้นทุนที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นจากการร่วมทุนกับพันธมิตรทางธุรกิจ ส่งผลให้เกิดการประหยัดต่อขนาด การแบ่งปันทรัพยากร และการแลกเปลี่ยนความเชี่ยวชาญ สำหรับโครงสร้างต้นทุนของ MASTER ในปี 2566 ประกอบไปด้วยค่าธรรมเนียมแพทย์คิดเป็นสัดส่วน 49% วัสดุทางการแพทย์ ยา และอุปกรณ์ต่างๆที่ใช้ในการให้บริการคิดเป็นสัดส่วน 34% ค่าสาธารณูปโภคและค่าใช้จ่ายอื่นๆคิดเป็นสัดส่วน 14% และค่าเสื่อมราคาคิดเป็นสัดส่วน 3%

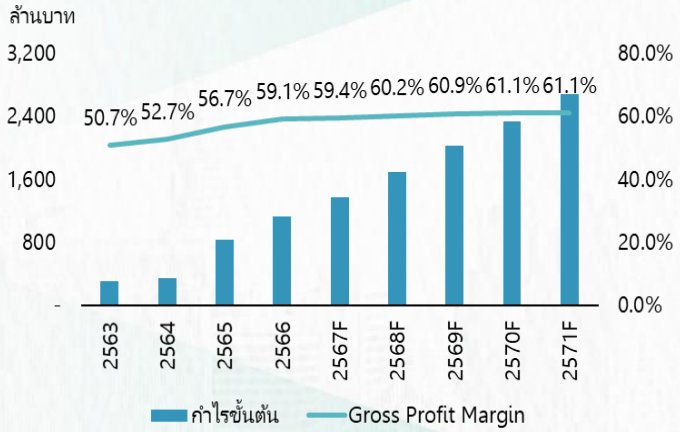
Initial Coverage

โครงสร้างต้นทุนของ MASTER



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นปี 2567-2571



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

3. ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ (SG&A/Sale)

กำหนดให้ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารระหว่างปี 2567-2571 อยู่ที่ 33.4-34.6% เพิ่มขึ้นจาก 32.6% ในปี 2566 โดยองค์ประกอบหลักของค่าใช้จ่ายดังกล่าวประกอบด้วยค่าใช้จ่ายด้านบุคลากรฝ่ายขายและการตลาด ค่าใช้จ่ายทางการตลาด รวมถึงค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ทั้งนี้ ค่าใช้จ่ายทางการตลาดถือเป็นสัดส่วนที่มีนัยสำคัญ เนื่องจากลักษณะของธุรกิจที่จำเป็นต้องอาศัยการสื่อสารผ่านช่องทางโฆษณาต่างๆ เพื่อเสริมสร้างการรับรู้และความแข็งแกร่งของแบรนด์ในวงกว้าง นอกจากนี้บริษัทยังมีแผนที่จะใช้กลยุทธ์การตลาดผ่านผู้มีอิทธิพลทางความคิด (Influencer) เพื่อสร้างการรับรู้และความน่าเชื่อถือในการให้บริการ

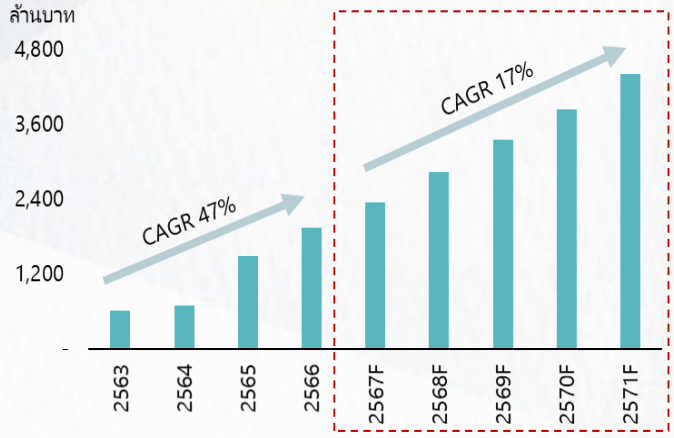
4. ต้นทุนทางการเงิน (Interest Expense)

ในปี 2567 ประมาณการดอกเบี้ยจ่ายอยู่ที่ 13 ล้านบาท ซึ่งใกล้เคียงกับปี 2566 ที่ 14 ล้านบาท บริษัทมีสัดส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยเพียง 8% ของสินทรัพย์รวม โครงสร้างหนี้สินของ MASTER ส่วนใหญ่ประกอบด้วยหนี้สินตามสัญญาเช่า คิดเป็น 8% ของสินทรัพย์รวม และเจ้าหนี้การค้า คิดเป็น 2% ของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นไตรมาส 1 ปี 2567 บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Interest-Bearing Debt/Equity) เพียง 0.10 เท่า

5. อัตราภาษีจ่าย (Effective Tax Rate)

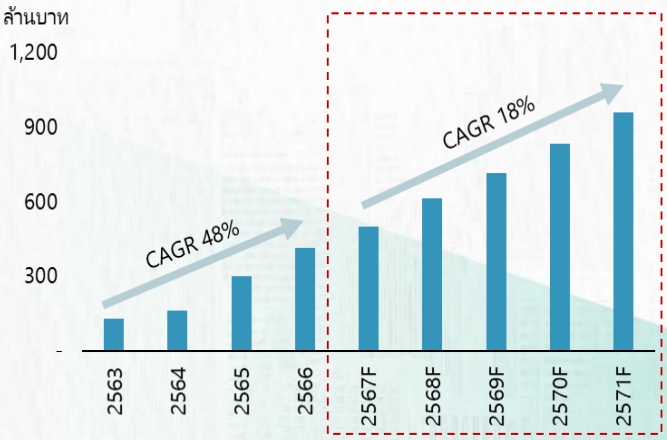
กำหนดอัตราภาษีจ่ายเท่ากับ Corporate Tax ทั่วไปที่ 20% ต่อปี ในปี 2567-2571

ประมาณการรายได้ปี 2567-2571



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประมาณการผลประกอบการปี 2567-2571



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประเมินมูลค่าเหมาะสมอิงวิธี DCF อยู่ที่ 65 บาท

การประเมินมูลค่าเหมาะสมของ MASTER ฝ่ายวิจัยเลือกใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) เพื่อสะท้อนศักยภาพการเติบโตในระยะยาวจะได้ราคาเหมาะสม ณ สิ้นปี 2567 อยู่ที่ 65 บาท/หุ้น คิดเป็น Implied PER ปี 2567 ที่ 39.2 เท่า ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยโรงพยาบาลชั้นนำในประเทศและต่างประเทศที่นำมาเปรียบเทียบที่มีค่า PER อยู่ที่ 26.9 เท่า และ 35.6 เท่า ตามลำดับ

MASTER ซื้อขายบน PER ที่ระดับพรีเมียมมีปัจจัยสนับสนุนหลายประการ บริษัทมีสถานะเป็นโรงพยาบาลชั้นนำที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะทางและได้รับการรับรองมาตรฐานระดับสากล ซึ่งสะท้อนถึงคุณภาพการให้บริการและความน่าเชื่อถือในวงการศัลยกรรม นอกจากนี้ MASTER ยังแสดงถึงแนวโน้มการเติบโตที่โดดเด่นในช่วง 3-5 ปีข้างหน้า โดยมีกลยุทธ์การขยายการลงทุนผ่านการควบรวมและร่วมมือกับพันธมิตรทางธุรกิจ (Merger & Partners) ซึ่งคาดว่าจะเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญในอนาคต อีกทั้งยังดำเนินธุรกิจในอุตสาหกรรมที่มีอัตราการเติบโตสูง ซึ่งเอื้อต่อการขยายส่วนแบ่งทางการตลาดในระยะยาว ด้วยปัจจัยเหล่านี้ส่งผลให้ MASTER ซื้อขายที่ระดับ PER สูงกว่าโรงพยาบาลอื่นๆ ทั้งในประเทศและต่างประเทศ ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรในช่วงปี 2567-2570 จะเติบโตเฉลี่ยอยู่ที่ 18% ให้น้ำหนักการลงทุน “Outperform”

Initial Coverage

เปรียบเทียบ Valuation ของ MASTER กับ Peer

	Share price (USD)	Mkt.Cap (MUSD)	Revenue (MUSD)		Net profit (MUSD)		EBITDA Margin %		Net margin		ROE(%)		PER (เท่า)		EPS Growth	
			2567F	2568F	2567F	2568F	2567F	2568F	2567F	2568F	2567F	2568F	2567F	2568F	2567F	2568F
Domestic Healthcare Company																
TRP	0.30	107	24	30	6	8	33.6%	35.0%	26.8%	27.2%	13.7%	16.3%	16.2	12.8	-1.4%	26.5%
KLINIQ	1.05	227	79	96	9	11	23.7%	22.5%	11.9%	11.6%	19.5%	21.6%	23.9	20.2	n.a.	18.1%
BCH	0.48	1187	358	389	48	56	25.5%	26.3%	13.4%	14.4%	12.9%	14.0%	24.9	21.2	22.6%	17.5%
PR9	0.50	392	129	139	18	20	23.2%	23.6%	13.8%	14.3%	12.3%	12.7%	21.8	19.5	13.9%	12.1%
BH	6.78	5414	757	811	214	228	38.3%	38.1%	28.3%	28.1%	30.1%	27.7%	25.8	24.3	19.0%	6.1%
BDMS	0.73	11658	3040	3278	442	482	24.0%	24.0%	14.5%	14.7%	16.4%	16.9%	26.6	24.4	9.9%	8.9%
CHG	0.07	743	236	258	34	38	23.0%	23.6%	14.3%	14.8%	15.3%	16.1%	22.6	20.0	13.6%	13.6%
THG	0.73	622	286	310	10	15	17.9%	19.1%	3.5%	4.9%	3.6%	5.4%	62.2	39.8	26.1%	13.3%
RAM	0.82	988	279	301	39	44	19.7%	20.9%	13.9%	14.7%	7.7%	8.4%	25.1	22.0	37.2%	13.5%
RJH	0.66	196	70	75	12	11	28.6%	27.3%	16.7%	15.2%	19.3%	18.2%	16.7	17.2	1.0%	-8.0%
VIBHA	0.06	800	236	247	26	28	26.8%	26.6%	10.9%	11.3%	7.6%	7.8%	30.6	26.8	-4.0%	14.3%
Average							**25.8%**	**26.1%**	**15.3%**	**15.6%**	**14.4%**	**15.0%**	**26.9**	**22.6**	**13.8%**	**12.4%**
Global Healthcare Company																
UHS	185.97	12,447	15,584	16,449	931	988	13.0%	13.0%	6.0%	6.0%	15.0%	14.8%	13.5	12.3	33.4%	9.2%
IHH	1.34	11,824	4,806	5,123	367	410	22.4%	21.7%	7.6%	8.0%	6.2%	6.5%	31.5	28.0	-52.5%	12.6%
BSL	0.73	1,380	524	554	55	59	19.1%	19.3%	10.5%	10.6%	7.1%	7.4%	25.6	23.3	-24.1%	10.3%
RHC	31.67	7,061	11,192	11,700	205	289	13.0%	13.5%	1.8%	2.5%	7.3%	9.2%	35.6	25.3	-4.3%	40.6%
APOLLOHOSP	74.20	11,033	2,288	2,660	111	177	12.6%	14.1%	4.9%	6.7%	14.1%	19.1%	99.6	62.8	14.6%	58.7%
KPJ	0.41	1,766	799	851	65	73	22.7%	22.7%	8.1%	8.5%	11.9%	12.2%	28.2	24.9	15.7%	13.4%
Average							**17.1%**	**17.4%**	**6.5%**	**7.1%**	**10.3%**	**11.5%**	**39.0**	**29.4**	**-2.9%**	**24.1%**
Grand average							***22.8%***	***23.0%***	***12.2%***	***12.6%***	***12.9%***	***13.8%***	***31.2***	***25.0***	***7.5%***	***16.5%***
MASTER	**1.71**	**420**	**65**	**76**	**16**	**19**	**31.5%**	**32.1%**	**24.9%**	**25.6%**	**17.9%**	**19.5%**	**26.1**	**22.1**	**19.9%**	**23.3%**

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, Bloomberg

สำหรับอัตราการจ่ายเงินปันผล MASTER มีนโยบายจ่ายเงินปันผลเมื่อมีกำไรไม่น้อยกว่า 50% ของกำไรสุทธิเฉพาะงบกิจการหลังหักสำรองต่าง ๆ ทุกประเภทตามที่กฎหมายและบริษัทฯ กำหนดไว้ในแต่ละปี รวมทั้งหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล ทั้งนี้ การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัทฯ แผนการลงทุน สภาพตลาด ความจำเป็น และความเหมาะสมอื่น ๆ ในอนาคต โดยฝ่ายวิจัยคาดการณ์ปี 2567 MASTER จะมีการจ่ายเงินปันผลอัตรา 0.33 บาท/หุ้น (Dividend Payout Ratio 20%) คิดเป็น Dividend Yield 0.7%

ประเมินมูลค่าพื้นฐานอิงวิธี DCF

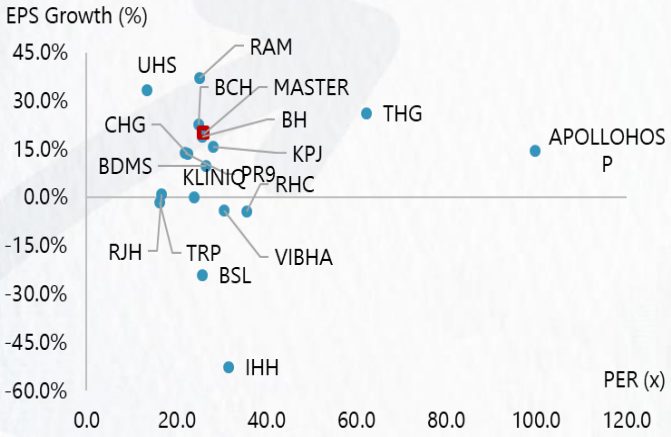
Enterprise Value (MB)	19,068
Less: Net debt (MB)	(529)
Equity Value (MB)	19,597
Share Outstanding (M.Share)	302
Equity Value (Bt/Share)	65.0
Implied PER	39.3
Market Price (Bt/Share)	50.3
Upside/(Downside) %	29%

Beta	1.3
Risk free rate	2.4%
Market risk premium	4.4%
Cost of equity	8.2%
After-tax cost of debt	3.7%
Tax rate	20.0%
Terminal growth	3.0%
WACC	7.8%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

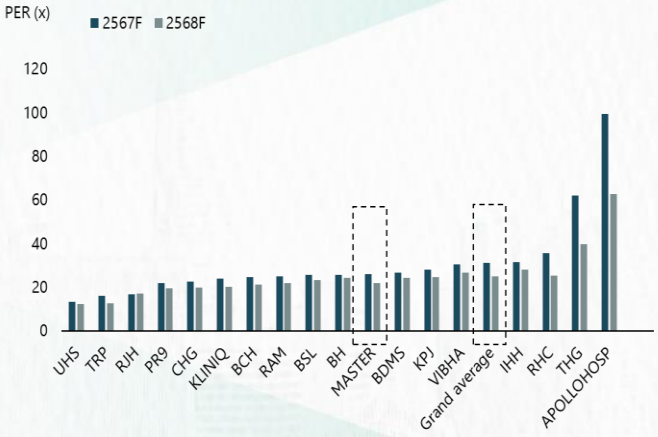
Initial Coverage

เปรียบเทียบ PER กับ EPS Growth ปี 2567



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

เปรียบเทียบ PER ปี 2567



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

Initial Coverage

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญที่นักลงทุนควรให้ความสนใจ ได้แก่

1.ความเสี่ยงจากการขาดบุคลากรทางการแพทย์: อุตสาหกรรมศัลยกรรมตกแต่งต้องอาศัยทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญที่มีความชำนาญสูง แต่ปัจจุบันการผลิตแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์ยังไม่เพียงพอต่อความต้องการที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ทั้งจากลูกค้าในประเทศและต่างประเทศ สถานการณ์นี้ยิ่งทวีความรุนแรงขึ้นเมื่อมีผู้ประกอบการรายใหม่เข้าสู่ตลาดมากขึ้น ส่งผลให้เกิดการแข่งขันแย่งชิงบุคลากรทางการแพทย์ที่มีอยู่อย่างจำกัด การรักษาทีมแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์ไว้จึงเป็นความท้าทายสำคัญ หาก MASTER ไม่สามารถบริหารจัดการประเด็นนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ อาจส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาว

2.ความเสี่ยงจากการลงทุนในบริษัทร่วม: MASTER ใช้กลยุทธ์ Merger and Partners ในการขยายกิจการ โดยมักถือครองสัดส่วนการลงทุนราว 40% ในบริษัทร่วมทุน แม้ว่ากลยุทธ์นี้มีศักยภาพในการสร้างการเติบโต แต่หากกิจการที่เข้าไปร่วมทุนประสบภาวะขาดทุน หรือไม่สามารถสร้าง Synergy ที่คาดหวัง อาจส่งผลกระทบในเชิงลบต่อ MASTER ทั้งในแง่ของต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้นและส่วนแบ่งกำไรขาดทุนที่ผันผวน

3.ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทรนด์ศัลยกรรมความงาม: การเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของเทรนด์ศัลยกรรมความงามตามอิทธิพลของบุคคลที่มีชื่อเสียงทั้งจากตะวันตกและเอเชีย สร้างความท้าทายในอุตสาหกรรมนี้ ทีมแพทย์จำเป็นต้องพัฒนาทักษะและเทคนิคการผ่าตัดอย่างต่อเนื่อง รวมถึงการลงทุนในเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์ที่ทันสมัย เพื่อตอบสนองความต้องการที่เปลี่ยนแปลงของลูกค้า หาก MASTER ไม่สามารถปรับตัวตามเทรนด์ได้ทัน อาจส่งผลกระทบผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ

Initial Coverage

การดำเนินการด้าน ESG

Environment (E): MASTER ส่งเสริมการใช้น้ำอย่างมีคุณค่าและยั่งยืนผ่านการให้ความรู้และแนวปฏิบัติแก่บุคลากรทุกระดับ ในปี 2566 บริษัทฯ ได้กำหนดแนวปฏิบัติการใช้น้ำภายในองค์กร รวมถึงการติดตั้งระบบบำบัดน้ำเสีย ซึ่งสามารถบำบัดน้ำเสียได้ปีละ 18 ล้านลิตร การรณรงค์ประหยัดน้ำ และการตรวจสอบคุณภาพน้ำอย่างสม่ำเสมอ เพื่อลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและส่งเสริมการใช้ทรัพยากรน้ำอย่างมีประสิทธิภาพ

Social (S): MASTER ดำเนินโครงการและกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมเพื่อสร้างคุณค่าร่วมกันระหว่างบริษัทฯกับชุมชน โดยในปี 2566 ได้บริจาคบริจาคตุ๊กตาให้กับมูลนิธิศูนย์พิทักษ์สิทธิเด็ก เพื่อส่งเสริมการพัฒนาคุณภาพชีวิต และทางด้านจิตใจให้กับเด็กกำพร้า เด็กเร่ร่อน เด็กด้อยโอกาส นอกจากนี้ได้จัดโครงการ CSR แคมเปญ “ครบรอบ 9 ปี แจก 9 เคส” งบประมาณ 10 ล้านบาท เพื่อช่วยให้ผู้ที่ได้รับคัดเลือกได้เปลี่ยนภาพลักษณ์ ปรับลุคส์ใหม่และมีแรงบันดาลใจในการดำเนินชีวิตที่ดียิ่งขึ้น

Governance (G): MASTER ให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยคณะกรรมการได้จัดทำนโยบายครอบคลุมโครงสร้าง บทบาท และความรับผิดชอบของกรรมการ ซึ่งเน้นการบริหารงานอย่างโปร่งใส ชัดเจน และตรวจสอบได้ เพื่อมุ่งสร้างความเชื่อมั่นว่าการดำเนินงานเป็นไปอย่างเป็นธรรม และมีเป้าหมายคือคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

ESG Comment: MASTER ยึดเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนและนำเอา ESG มาใช้ในการทำธุรกิจ อีกทั้งยังเน้นหลักการกำกับกิจการที่ดี (CG Code 2017) เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการทำงาน และการเติบโตแบบยั่งยืนในระยะยาว

Initial Coverage

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ MASTER

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
ยอดขาย	1,917	2,323	2,805	3,323
ต้นทุนขาย	-785	-943	-1,116	-1,299
กำไรขั้นต้น	1,132	1,380	1,688	2,024
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	-634	-785	-949	-1,159
ดอกเบี้ยจ่าย	-13.9	-13.3	-12.6	-11.8
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	10	15	15	15
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	521	624	770	895
ภาษีเงินได้	-105	-125	-154	-179
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0
กำไรสุทธิ	416	499	616	716
กำไรจากการดำเนินงาน	416	499	616	716
Norm EPS	1.59	1.65	2.04	2.37
การเติบโตของยอดขาย	29.3%	21.2%	20.7%	18.5%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	38.3%	19.9%	23.3%	16.3%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	59.1%	59.4%	60.2%	60.9%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	21.7%	21.5%	21.9%	21.5%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67
ยอดขาย	459	479	543	468
ต้นทุนขาย	-204	-200	-198	-194
กำไรขั้นต้น	255	279	345	274
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	-158	-160	-154	-160
ดอกเบี้ยจ่าย	-3.5	-3.5	-3.4	-3.4
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	3	0	7	11
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	102	125	204	130
ภาษีเงินได้	-21	-25	-40	-23
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0
กำไรสุทธิ	81	100	163	106
กำไรจากการดำเนินงาน	81	100	163	106
Norm EPS	0.34	0.42	0.52	0.35
ยอดขาย (QoQ)	5.4%	4.4%	13.2%	-13.7%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	0.5%	9.5%	23.7%	-20.6%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	13.9%	22.5%	63.8%	-35.0%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	5.38	5.35	5.39	5.48
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	1.82	2.11	2.58	3.00
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	271.03	296.26	296.26	296.26
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	7.81	10.63	10.63	10.63
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	4.30	7.22	7.22	7.22
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.22	0.19	0.18	0.17
Net Gearing	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	11.4%	12.1%	13.1%	13.4%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	13.9%	14.5%	15.5%	15.7%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

Initial Coverage

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ MASTER

งบกระแสเงินสด

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	521	624	770	895
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่มราคาและตัดจำหน่าย	62	92	121	155
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	0	0	0
อื่นๆ	-13	18	18	18
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	-39	39	48	52
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	462	648	803	940
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-1,520	-22	-23	-23
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-357	-141	0	0
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-514	-192	-232	-275
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-2,062	-397	-305	-358
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,300	38	0	0
ลด จ่ายปันผล	-75	-79	-100	-123
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	2,129	-71	-129	-153
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	529	181	369	430

งบดุล

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	627	808	1,176	1,606
ลูกหนี้การค้า	7	8	9	11
สินค้าคงเหลือ	101	89	105	122
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,136	1,161	1,188	1,216
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	838	961	1,101	1,256
สินทรัพย์รวม	3,637	4,113	4,688	5,344
เจ้าหนี้การค้า	182	131	155	180
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	164	247	297	352
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	2	8	8	7
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	294	271	254	237
หนี้สินรวม	646	664	723	787
ทุนที่ชำระแล้ว	264	302	302	302
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,305	2,305	2,305	2,305
กำไรสะสม	422	842	1,358	1,951
ส่วนของผู้ถือหุ้น	2,991	3,449	3,965	4,558
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	3,637	4,113	4,688	5,344

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
จำนวนห้องผ่าตัด	17	17	17	17
จำนวนชั่วโมงที่ให้บริการเฉลี่ย (ชั่วโมง/วัน/ห	10	14	15	16
จำนวนชั่วโมงให้บริการ (ชั่วโมง/ปี)	49,631	55,659	62,360	68,503
กำลังการให้บริการสูงสุด (ชั่วโมง/ปี)	65,062	85,629	93,075	99,280
อัตราการให้บริการ	76.3%	65.0%	67.0%	69.0%
รายได้จากการศัลยกรรม	1,553	1,863	2,234	2,626
Gross margin	59.1%	59.4%	60.2%	60.9%
SG&A/Sale	32.6%	33.4%	33.5%	34.6%
Effective tax rate	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส