

15 September 2023

Sector: Healthcare

Master Style

Be a better you เพราะความสวยรอไม่ได้

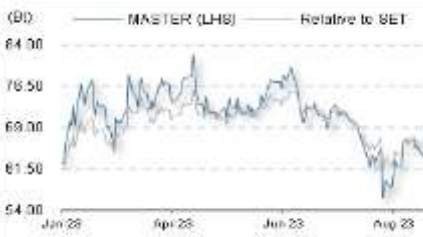
Bloomberg ticker	MASTER TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt67.50
Target price	Bt99.00
Upside/Downside	+47%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt80.78
Bloomberg consensus	Buy 4 / Hold 0 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt83.25 / Bt52.75
Market cap. (Bt mn)	17,820
Shares outstanding (mn)	*264 (incl. stock dividend)
Avg. daily turnover (Bt mn)	56
Free float	27%
CG rating	Very good
ESG rating	Excellent

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	660	1,483	2,033	2,456
EBITDA	242	421	584	784
Net profit	163	301	424	579
EPS (Bt)	0.62	1.14	1.61	2.19
Growth	26.6%	84.9%	41.0%	36.7%
Core EPS (Bt)	0.62	1.14	1.61	2.19
Growth	26.6%	84.9%	41.0%	36.7%
DPS (Bt)	0.42	1.73	0.96	1.32
Div. yield	0.6%	2.6%	1.4%	2.0%
PER (x)	109.6	59.3	42.0	30.8
Core PER (x)	109.6	59.3	42.0	30.8
EV/EBITDA (x)	73.7	43.0	28.7	21.7
PBV (x)	106.9	44.1	6.4	5.9

Bloomberg consensus				
Net profit	163	301	407	550
EPS (Bt)	146.54	1.61	1.41	1.88



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	8.0%	-14.2%	-7.2%	n.a.
Relative to SET	7.3%	-13.1%	-8.6%	n.a.

Major shareholders	Holding
1. Dr. Raweevat Maschamadol	49.22%
2. In Glory Investment Limited	16.67%
3. Dr. Pongsak Thammathataree	5.21%

Analyst: Jacqueline Nham, (Reg. no. 112603)

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์หุ้น MASTER ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายที่ 99.00 บาท ถึง 2024E PER 45.0x (ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยตั้งแต่เข้าเทรดในตลาด) เราชอบ MASTER จาก 5 ปัจจัยหลัก ดังนี้ 1) เป็นธุรกิจที่เกาะเทรนด์เติบโตของอุตสาหกรรมความงาม โดยมูลค่าตลาด Thailand Aesthetic Medicine มี 2022-30E CAGR 9.7%, 2) มี Brand loyalty ที่แข็งแกร่ง เป็น รพ.ศัลยกรรม Top 5 ของไทย อีกทั้งยังเป็น Healthcare business platform ที่ครบวงจร ทั้ง Aesthetic Business (Wind Clinic), Specialty Hospital (Masterpiece, Rattinan, Dr. Chen) และมีแผน M&A ขยายธุรกิจอื่นที่เกี่ยวข้อง , 3) unlock capacity หนุนการเติบโตระยะยาว โดยในปี 2023E มีพื้นที่ให้บริการอยู่ที่ 10,400 ตรม. (+144% YoY), 4) มี 2022-24E EPS CAGR สูงถึง 39% และ 5) มี upside จาก M&A ดีล โดยบริษัท มีสถานะ Net cash (สิ้น 2Q23 มีเงินสด = 675 ล้านบาท) และคาดว่าจะปิดดีลเพิ่มได้ภายในปี 2023E อีก 2-3 ดีล

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 423 ล้านบาท (+41% YoY) โดยประเมินกำไรสุทธิ 3Q23E ที่ 101 ล้านบาท (+18% YoY, +24% QoQ) สูงสุดเป็นประวัติการณ์ จากรายได้รวมขยายตัว (+32% YoY, +15% QoQ) จาก capacity ที่เพิ่มขึ้น และปี 2024E ที่ 579 ล้านบาท (+37% YoY) จากรายได้ที่ขยายตัวต่อเนื่องในทุกแผนก อีกทั้งรับรู้ capacity ใหม่ของ New OR เต็มปี

ราคานี้ underperform SET -9% ใน 6 เดือน แต่เริ่มกลับมา +7% ใน 1 เดือน จากกำไร 2Q23 ที่ฟื้นตัว เรามองว่า valuation น่าสนใจ โดยปัจจุบันเทรดที่ 2023E PER 30.8x เทียบกับ 2022-24E EPS CAGR ที่ 39% (รวม 10:1 stock dividend เรียบร้อยแล้ว) ในขณะที่ดีล Rattinan (1H24) และ Dr.Chen (1Q24) ยังไม่ได้รวมในประมาณการ

KEY HIGHLIGHTS

□ **ผู้นำด้านศัลยกรรมและ Healthcare business platform** โดยมีจุดเด่นดังนี้ 1) ได้ประโยชน์จาก medical tourism ที่กำลังขยายตัว โดยปัจจุบันมีสัดส่วนลูกค้าชาวไทยที่ 76% และต่างชาติที่ 24%, 2) มี Brand loyalty ที่แข็งแกร่ง เป็นโรงพยาบาลศัลยกรรม Top 5 ของไทย, Largest plastic surgery hospital in Southeast Asia แพทย์ทั้งหมดเป็น fulltime มี contract ระยะยาว ช่วยลดความเสี่ยงการดึงตัวแพทย์, 3) เป็น Healthcare business platform ที่ครบวงจร ทั้ง Aesthetic Business (Wind Clinic), Specialty Hospital (Masterpiece, Rattinan, Dr. Chen) ครอบคลุมลูกค้าทุกกลุ่มเป้าหมาย และมีแผน M&A ขยายธุรกิจอื่น ๆ อีก, 4) มี 2022-24E EPS CAGR สูงถึง 39% และ 5) มี upside จาก M&A ดีล โดยบริษัท มีสถานะ Net cash (สิ้น 2Q23 มีเงินสด = 675 ล้านบาท)

□ **กำไรปี 2022-24E โตเด่น EPS CAGR +39%** เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 423 ล้านบาท (+41% YoY) หนุนโดย 1) รายได้รวมขยายตัว +37% YoY จากการขยายห้อง OR และฐานลูกค้าใหม่ทั้งในและต่างประเทศ, 2) GPM ลดลงเล็กน้อยจาก depreciation ของ OR ใหม่, 3) SG&A to total sales ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการเพิ่มพนักงาน และ 4) รับรู้ equity income จาก Wind Clinic และ KIN ตั้งแต่ 4Q23 ที่ 16 ล้านบาท และกำไรสุทธิปี 2024E ที่ 579 ล้านบาท (+37% YoY) จาก 1) การรับรู้ new OR capacity เต็มปี, 2) GPM เพิ่มขึ้น จาก utilization rate ที่ดีขึ้น และ 3) รับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก Wind Clinic และ KIN เต็มปีที่ 68 ล้านบาท (+325% YoY) และเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก Dr.Chen

□ **คาดการณ์ 3Q23E เติบโตทำสถิติสูงสุดใหม่** เราประเมินกำไรสุทธิ 3Q23E ที่ 101 ล้านบาท (+18% YoY, +24% QoQ) สูงสุดเป็นประวัติการณ์ จาก 1) รายได้รวมขยายตัว +32% YoY, +15% QoQ จากรายได้ที่ขยายตัวในทุกแผนก โดยเฉพาะศัลยกรรมจากจำนวนห้องผ่าตัดใหญ่ที่เพิ่มขึ้นจาก 7 ห้องเป็น 17 ห้อง และห้องผ่าตัดเล็กเพิ่มขึ้นอีก 4 ห้อง (ซึ่งไม่รวมในแผนการขยายห้องผ่าตัดเดิม)

Valuation/Catalyst/Risk

ประเมินราคาเป้าหมายที่ 99.00 บาท ถึง 2024E PER 45.0x (ใกล้เคียงกับ PER เฉลี่ยตั้งแต่เข้าเทรดในตลาด) เรามองว่า MASTER ควรเทรดที่ premium กว่ากลุ่ม รพ. เนื่องจากเรามองว่าเป็น รพ.เฉพาะทาง ซึ่งการแข่งขันน้อยกว่า รพ.ทั่วไป และกลุ่มอุตสาหกรรมความงามทั่วไป ในขณะที่การรวมลงทุนล่าสุดใน Rattinan และ Dr.Chen จะเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรในปี 2024E ซึ่งยังไม่ได้รวมในประมาณการ

KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

□ ผู้นำด้านศัลยกรรมและ Healthcare business platform

MASTER เป็นผู้นำด้านโรงพยาบาลศัลยกรรมครบวงจร “Masterpiece Hospital” และ Healthcare business platform ของไทย, เป็น Largest plastic surgery hospital in Southeast Asia เราชอบ MASTER จาก 5 ประเด็นหลัก 1) เป็นธุรกิจที่เกาะเทรนด์การเติบโตของอุตสาหกรรมความงาม ซึ่งเรามองว่าจะเติบโตต่อเนื่องจากโควิดที่คลี่คลาย และได้ประโยชน์จาก medical tourism ที่กำลังขยายตัว โดยปัจจุบันมีสัดส่วนลูกค้าชาวไทยที่ 76% และต่างชาติที่ 24%, 2) มี Brand loyalty ที่แข็งแกร่ง โดยเป็นโรงพยาบาลศัลยกรรม Top 5 ของไทย ที่มีแพทย์ที่มีชื่อเสียงจำนวนมาก ซึ่งแพทย์ทั้งหมดเป็น fulltime และมี contract ระยะยาวช่วยลดความเสี่ยงด้านการดึงตัวแพทย์ และมีบริการครบวงจรครอบคลุมความต้องการของลูกค้าทุกกลุ่มเป้าหมาย โดยฐานลูกค้าขยายตัวต่อเนื่อง ในปี 2023E +8% YoY, 3) unlock capacity หนุนการเติบโตระยะยาว ปัจจุบัน รพ. Masterpiece มีพื้นที่ในการให้บริการอยู่ที่ 10,400 ตรม. (+144% YoY), 4) เป็น Healthcare business platform ที่ครบวงจร ทั้ง Aesthetic Business (Wind Clinic), Specialty Hospital (Masterpiece, Rattinan, Dr. Chen) และมีแผน M&A ขยายสู่ธุรกิจ beauty & personal care, diagnosis & medical devices, wellness service and treatment innovation และ regenerative medicine นอกจากนี้ ยังได้ขยายการลงทุนสู่ธุรกิจ Kin Corporation (Total Marketing Solution) ซึ่งในอนาคตจะเข้ามาช่วยดูแลการตลาดครบวงจรของกลุ่ม MASTER, 5) มีสถานะ Net cash และมี 2022 – 24E EPS CAGR สูงถึง 39% และยังมี upside จาก M&A ดิดซึ่งคาดว่าจะปิดดีลเพิ่มได้ในปี 2023E อีก 2-3 ดีล และเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรในปี 2024E อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวม Rattinan และ Dr.Chen ในประมาณการ

Fig 1: Company structure



Source: MASTER

Fig 2: MASTER's business strategy



Source: MASTER

Fig 3: OR Capacity



Source: MASTER

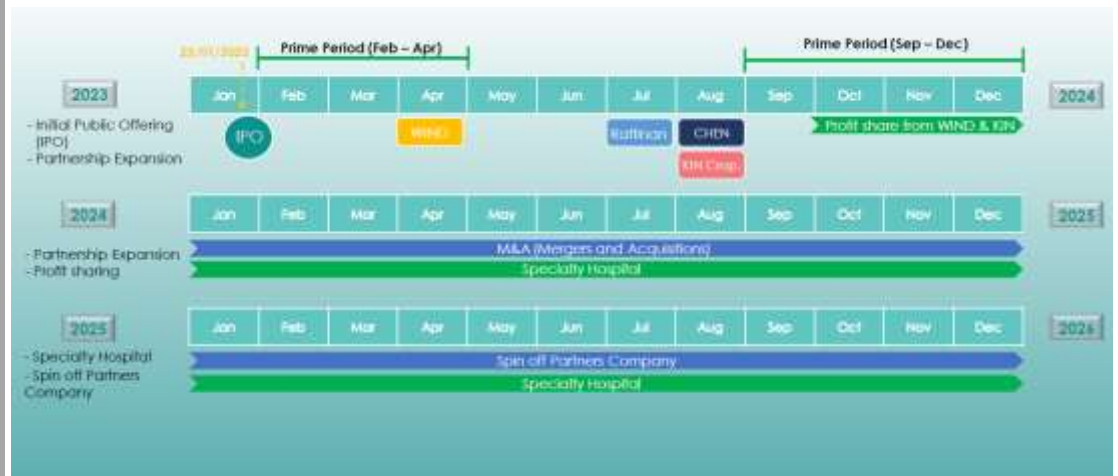
Fig 4: MASTER's roadmap



Source: MASTER

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 2

Fig 5: MASTER Timeline



Source: MASTER

□ คาดกำไร 3Q23E เด่นหน้าทำสถิติสูงสุดใหม่

เราประเมินกำไรสุทธิ 3Q23E ที่ 101 ล้านบาท (+18% YoY, +24% QoQ) สูงสุดเป็นประวัติการณ์ จาก 1) รายได้รวมขยายตัว +32% YoY, +15% QoQ จากรายได้ที่ขยายตัวในทุกแผนก โดยเฉพาะศัลยกรรมจากจำนวนห้องผ่าตัดใหญ่ที่เพิ่มขึ้นจาก 7 ห้องเป็น 17 ห้อง และห้องผ่าตัดเล็กเพิ่มขึ้นอีก 4 ห้อง (ซึ่งไม่รวมในแผนการขยายห้องผ่าตัดเดิม) นอกจากนี้เราคาดรายได้จากนักท่องเที่ยวยังคงขยายตัวต่อเนื่องจากการเปิดประเทศ โดยเราประเมินสัดส่วนรายได้จากลูกค้าต่างชาติที่ 26% เติบโตจาก 2Q23 ที่ 23%, 2) GPM ลดลง YoY แต่ทรงตัว QoQ จาก depreciation ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการเปิดอาคารใหม่ อีกทั้งอยู่ระหว่าง ramp up utilization rate ของห้องผ่าตัดใหม่ และ 3) SG&A to sales ปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY จากค่าใช้จ่ายพนักงานที่เพิ่มขึ้น แต่ลดลง QoQ จากการควบคุมค่าใช้จ่ายทางการตลาดที่ดี

Fig 6: 3Q23E Earnings preview

FY: Dec (Bt mn)	3Q23E	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	9M23E	9M22	YoY
Revenues	528	401	32%	459	15%	1,423	1,011	41%
CoGS	(235)	(167)	41%	(204)	15%	(622)	(432)	44%
Gross profit	293	234	25%	255	15%	801	580	38%
SG&A	(171)	(128)	34%	(158)	9%	(491)	(301)	63%
EBITDA	135	116	17%	107	26%	343	304	13%
Other inc./exps	5	2	192%	5	-8%	13	5	144%
Interest expenses	(1)	(2)	-56%	(1)	42%	(5)	(6)	-8%
Income tax	(25)	(21)	19%	(21)	21%	(65)	(56)	16%
Core profit	101	85	18%	81	24%	253	222	14%
Net profit	101	85	18%	81	24%	253	222	14%
EPS (Bt)	0.42	0.35	18%	0.34	24%	1.06	0.93	14%
Gross margin	55.5%	58.4%		55.5%		56.3%	57.3%	
Net margin	19.1%	21.2%		17.7%		17.8%	22.0%	

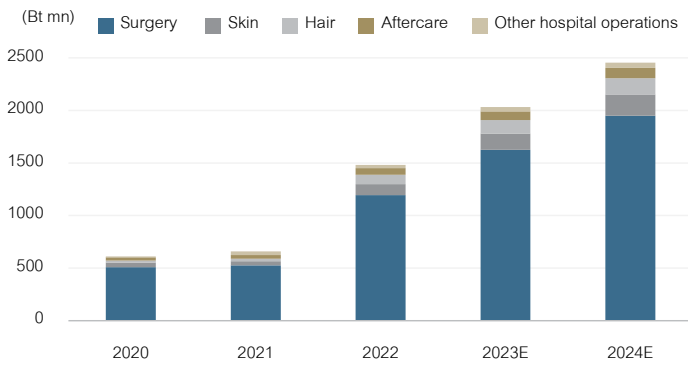
□ กำไรปี 2022 -24E เติบโตโดดเด่น EPS CAGR +39%

แนวโน้มกำไรสุทธิ 9M23E มีสัดส่วนที่ 60% ของประมาณการปี 2023E ทั้งนี้ เราคาดกำไรสุทธิ 4Q23E จะเติบโตต่อเนื่อง YoY, QoQ จาก high season และ คาด GPM ขยายตัวจาก utilization rate ขยายตัว อีกทั้งเริ่มรับรู้รายได้จาก Rattinan ที่มาเข้าใช้บริการห้องผ่าตัดของ MASTER ในการทำการผ่าตัดเฉพาะอาหาร และรับรู้ equity income จาก WIND Clinic และ KIN เป็นไตรมาสแรก ดังนั้น เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 424 ล้านบาท (+41% YoY) หนุนโดย 1) รายได้รวมขยายตัว +37% YoY จากรายได้ Surgery ที่ขยายตัว +36% YoY, Skin +48% YoY, Hair +43% YoY จากการขยายห้อง OR จาก 10 ห้องเป็น 17 ห้อง (เริ่ม operate ตั้งแต่กลาง มิ.ย. 2023), ขยายห้อง OR เล็ก รองรับบริการเติบโตของรายได้ Men

Health และตา อีก 4 ห้อง อีกทั้งฐานลูกค้าใหม่ที่ขยายตัวต่อเนื่องจากลูกค้าทั้งในและต่างประเทศ โดยเราคาดลูกค้าเติบโต +8% YoY ทั้งนี้ เราคาดสัดส่วนรายได้ลูกค้าต่างชาติอยู่ที่ 24% ของรายได้รวมปี 2023E, 2) GPM ลดลงเล็กน้อยจาก depreciation ของ OR ใหม่ และอยู่ระหว่าง ramp up utilization rate ของ OR ใหม่, 3) SG&A to total sales ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการเพิ่มพนักงานเพื่อรองรับการเติบโต และ 4) รับรู้ equity income จาก Wind Clinic และ KIN ตั้งแต่ 4Q23 ที่ 16 ล้านบาท

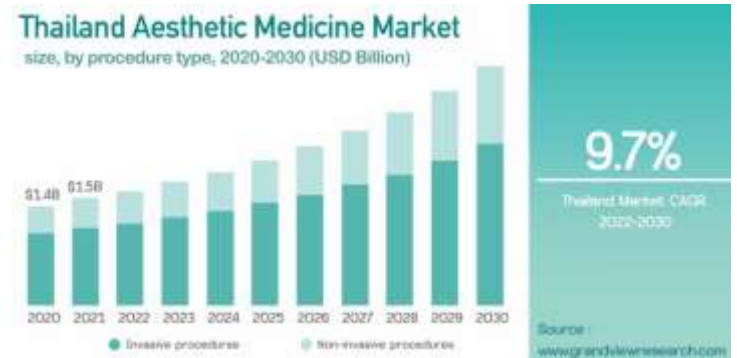
สำหรับปี 2024E เราประเมินกำไรสุทธิที่ 579 ล้านบาท (+37% YoY) จาก 1) รายได้รวมขยายตัว +21% YoY จากรายได้ที่ขยายตัวในทุกแผนก จากการรับรู้ new OR capacity เต็มปี เศรษฐกิจที่ขยายตัว ทำให้ผู้บริโภคใช้จ่ายในเรื่องความงามมากขึ้น โดย Grand View Research คาดตลาด Aesthetic Medicine Market ในไทยจะขยายตัว 2022-2030E CAGR +9.7% นอกจากนี้เราคาดรายได้จากลูกค้าต่างชาติยังคงขยายตัวอย่างต่อเนื่อง, 2) GPM ปรับตัวเพิ่มขึ้น จาก utilization rate ที่ดีขึ้น และ 3) equity income ขยายตัวจากการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก Wind Clinic และ KIN เต็มปีที่ 68 ล้านบาท (+325% YoY) และเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก Dr.Chen ใน 1H24E นอกจากนี้ ยังมี upside จากดีล M&A อีก 2-3 ดีลที่ปิดในปี 2023E ที่เรายังไม่ได้รวมในประมาณการ

Fig 7: Revenue breakdown by category



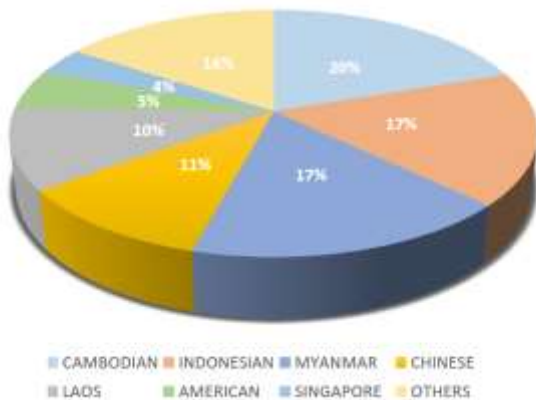
Source: DAOL

Fig 8: Thailand Aesthetic Medicine Market



Source: MASTER, Grand View Research

Fig 9: International patient revenue breakdown by country - 2Q23



Source: MASTER

Fig 10: New OR rooms



Source: MASTER

□ **โรงพยาบาลใหม่ของพาร์ทเนอร์ในปี 2024E หนุนการเติบโตระยะยาว**

เราขอขอบคุณการการลงทุนในธุรกิจโรงพยาบาลใหม่ของ MASTER ซึ่งจะช่วยขยายฐานลูกค้าให้ครอบคลุมทั่วประเทศโดยยังมีแผนที่จะทำ M&A ในหัวเมืองใหญ่ในภาคต่างๆ สำหรับโรงพยาบาลเฉพาะทางแห่งใหม่ที่จะเริ่มดำเนินการใน 2024E ได้แก่

- 1) Wind Surgery Hospital ซึ่งตั้งอยู่ที่จังหวัดอุบลราชธานี โดยหมอบาส ซึ่งเป็นผู้นำด้านความงามครบวงจรอันดับต้นๆ ของจังหวัดอุบลราชธานี (MASTER ถือหุ้นที่ 40%) ทั้งนี้ รพ.จะสร้างเสร็จและเริ่มเปิดให้บริการใน 2H24E อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่าการการลงทุนใน Wind จะช่วยขยายฐานลูกค้าของ MASTER ไปยังจังหวัดอื่นๆ ในภาคอีสาน รวมถึงช่วยขยายฐานลูกค้า MASTER ไปยังประเทศเพื่อนบ้าน ซึ่งสะดวกในการเดินทางเข้ารับบริการมากกว่าการเข้ารับบริการในกรุงเทพ ปัจจุบัน Wind Clinic มีอยู่ 2 สาขาที่ กทม. (เลียบด่วน) และอุบลราชธานี
 - 2) Rattinan Surgery Hospital หนึ่งใน รพ. อันดับต้นที่มีความเชี่ยวชาญด้าน Body Contouring Surgery ซึ่งให้บริการด้านความงามมากกว่า 24 ปี และมีจุดเด่นด้านศัลยกรรมการผ่าตัดกระเพาะอาหารและดูแลผิวหนัง (MASTER จะถือหุ้นที่ 36%) เรายังมองว่า trend การลดน้ำหนักด้วยการตัดกระเพาะเป็นที่นิยมมาก โดยเฉพาะชาวต่างชาติ อาทิ ชาวญี่ปุ่นในระยะยาวเรามองว่ายังเห็นการเติบโตต่อเนื่อง นอกจากนี้ เรายังมองว่า จากความแตกต่างทางด้านสินค้าและบริการ จะทำให้สามารถ cross selling กับทาง MASTER ได้ เนื่องจากไม่ได้มีบริการทับซ้อนกัน คาดเริ่มเปิดดำเนินการใน 1H24E
 - 3) Dr.Chen International Surgery Hospital มีจุดเด่นด้าน Facial contouring โดย รพ.จะเริ่มเปิดดำเนินการใน 1Q24E เรายังมองว่ามีโอกาสที่จะทำ cross selling กับ MASTER ได้
- ทั้งนี้ ผู้บริหารเผยจะมีดีล M&A อีก 2-3 ดีลที่คาดว่าจะปิดดีลได้ใน 2023E และเริ่มรับรู้รายได้ปี 2024E

Fig 11: 3 New specialty hospitals in 2024E



□ **Strong financial position โดยเป็น net cash company**

MASTER มี strong financial position โดยเป็น net cash company เรายังมองว่าจะเพิ่มโอกาสในการทำดีล M&A โดยปัจจุบัน MASTER ได้การลงทุนใน M&A ดีลทั้งหมด 4 ดีล ได้แก่ Wind Clinic, Rattinan, Dr. Chen และ KIN Corporation ทั้งนี้ บริษัทมีแผนจะประกาศ M&A อีก 2-3 ดีลภายในปลายปี 2023E

VALUATION

แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 99.00 บาท อิง 2024E PER 45.0x

เราเริ่มต้นให้คำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 99.00 บาท อิง 2024E PER 45.0x ทั้งนี้ เราได้รวม dilution จาก stock dividend เรียบร้อยแล้ว โดยหุ้นรวม 264 ล้านหุ้น เรามองว่า MASTER ควรเทรดที่ PER premium กว่ากลุ่ม รพ. เนื่องจากเรามองว่าเป็น รพ.เฉพาะทาง ซึ่งการแข่งขันน้อยกว่า รพ.ทั่วไป และกลุ่มอุตสาหกรรมความงามทั่วไป โดยปัจจุบันกลุ่ม Healthcare เทรดอยู่ที่ 2024E PER27.0x อีกทั้ง เราเลือก MASTER เป็น top pick กลุ่ม Healthcare จาก 3 ปัจจัยหลัก 1) ผู้นำด้านศัลยกรรมและ Healthcare business platform ที่ครบวงจร อีกทั้งยังเป็น largest plastic surgery hospital ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้, 2) unlock capacity หนุนการเติบโตระยะยาว ปัจจุบัน รพ. Masterpiece มีพื้นที่ในการให้บริการอยู่ที่ 10,400 ตรม. (+144% YoY) และ 3) valuation น่าสนใจโดยเทรดที่ 2024E PER30.8x เทียบกับการเติบโต 2022E-24E EPS CAGR +39% และยังมี upside จาก M&A อีก 2-3 ดีลในปี 2023E

Fig 12: Peer comparison

Stock	Rec	Price 14-Sep-23	Target price	Upside (%)	Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)	
					23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
BCH	SELL	19.30	16.00	-17.1	-56.8	10.3	-56.8	10.3	36.7	33.3	3.4	3.2	1.5	1.5
BDMS	BUY	27.25	37.50	37.6	12.4	11.8	12.4	11.8	30.6	27.3	5.1	4.6	1.6	1.8
BH	BUY	261.00	300.00	14.9	47.8	6.3	47.7	6.3	28.4	26.7	8.5	7.3	1.8	1.9
CHG	HOLD	3.26	3.00	-8.0	-62.4	17.0	-62.4	17.0	34.3	29.3	6.2	5.6	1.6	1.9
EKH	BUY	8.20	9.00	9.8	-53.5	5.9	14.3	5.9	20.6	19.5	2.7	2.6	3.9	3.3
KLINIQ	BUY	37.00	50.00	35.1	44.7	22.8	44.7	22.8	27.4	22.3	4.5	4.1	2.2	2.7
MASTER	BUY	67.50	99.00	46.7	40.7	36.8	40.7	36.8	42.1	30.8	31.1	22.2	1.4	1.9
Sector					1.6	10.8	2.9	10.8	31.4	27.0	8.8	7.1	2.0	2.2

Source: DAOL

COMPANY PROFILE

MASTER หรือ บริษัท มาสเตอร์ สไตส์ จำกัด (มหาชน) เริ่มประกอบกิจการสถานพยาบาลเอกชนในปี 2012 โดย นพ. ระวีวัฒน์ มาศมมาตล จดทะเบียนเป็นโรงพยาบาลเฉพาะทางด้วยจำนวนเตียง 7 เตียง ภายใต้ชื่อ รพ. มาสเตอร์พีซ โดยให้บริการศัลยกรรมความงามครบวงจร และในปี 2018 ได้ปรับเปลี่ยนเป็น Masterpiece Hospital โดยตั้งอยู่ ถนนสุขุมวิท กรุงเทพมหานคร โดยมีทีมแพทย์ทั้งหมด 41 ท่าน (ณ สิ้น 2Q23) โดยมีกาให้บริการ ดังนี้

- 1) ศัลยกรรม ซึ่งมีสัดส่วนรายได้ใหญ่สุดที่ 80% ของรายได้รวม โดยมีรายได้หลักจากศัลยกรรมเสริมจมูก (29% ของรายได้ศัลยกรรมรวม), ศัลยกรรมหน้าอก (12% ของรายได้ศัลยกรรมรวม), ศัลยกรรมดูดไขมัน (12% ของรายได้ศัลยกรรมรวม), ศัลยกรรมยกคิ้ว (15% ของรายได้ศัลยกรรมรวม) และศัลยกรรมอื่นๆ (32% ของรายได้ศัลยกรรมรวม)
- 2) Skin บริการดูแลผิวพรรณ มีสัดส่วนรายได้ประมาณ 7-8% ของรายได้รวม
- 3) Hair บริการปลูกผม เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการปลูกผม ซึ่งมี market share ติด Top 3 ของประเทศ มีสัดส่วนรายได้ที่ 6% ของรายได้รวม
- 4) Aftercare การดูแลหลังศัลยกรรมที่ 4% ของรายได้รวม
- 5) รายได้จากการประกอบกิจการ รพ. อื่น อยู่ที่ 2% ของรายได้รวม

Fig 13: Company milestones



Fig 14: Production capacity vs Utilization rate



Source: MASTER

Fig 15: Waiting area & IPD room



Source: MASTER

Fig 16: Skin Master & 3M Hair Transplant



Source: MASTER

Fig 17: Eye surgery center



Sources: MASTER, DAOL

Fig 18: Nose Surgery (23% of total hospital revenue)



Source: MASTER

Fig 19: Facial contouring surgery (zygoma & mandibular reduction)



Source: MASTER

Fig 20: Brow Lifting – Foxy eyes



Source: MASTER

Fig 21: Breast Surgery



Source: MASTER

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. **8**

Fig 22: Lipo suction



Source: MASTER

Fig 23: Men Health



Source: MASTER

Quarterly income statement

(Bt mn)	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
Sales	372	401	471	436	459
Cost of sales	(163)	(167)	(210)	(182)	(204)
Gross profit	209	234	262	253	255
SG&A	(106)	(128)	(161)	(162)	(158)
EBITDA	112	116	110	101	107
Finance costs	(2)	(2)	(3)	(3)	(1)
Core profit	82	85	78	72	81
Net profit	82	85	78	72	81
EPS	0.34	0.35	0.33	0.30	0.34
Gross margin	56.2%	58.4%	55.5%	58.2%	55.5%
EBITDA margin	30.0%	28.9%	23.3%	23.1%	23.4%
Net profit margin	22.0%	21.2%	16.7%	16.4%	17.7%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Cash & deposits	171	182	98	1,535	1,333
Accounts receivable	1	3	5	5	6
Inventories	20	26	63	62	74
Other current assets	52	131	166	671	810
Total cur. assets	245	342	331	2,272	2,224
Investments	0	0	0	0	0
Fixed assets	106	111	131	481	723
Other assets	140	147	485	671	810
Total assets	490	600	947	3,424	3,757
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	23	40	75	74	89
Current maturities	40	65	88	116	122
Other current liabilities	31	182	86	81	98
Total cur. liabilities	94	288	249	272	309
Long-term debt	134	141	291	305	368
Other LT liabilities	5	5	3	4	5
Total LT liabilities	139	145	294	309	373
Total liabilities	234	433	543	581	683
Registered capital	101	101	240	264	264
Paid-up capital	101	101	190	264	264
Share premium	-1	-1	109	2,305	2,305
Retained earnings	156	66	104	274	506
Others	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Shares' equity	256	167	404	2,843	3,075

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Net profit	128	163	301	424	579
Depreciation	23	31	35	50	58
Chg in working capital	(73)	9	(3)	(0)	1
Others	(195)	64	(471)	(694)	(261)
CF from operations	(116)	267	(139)	(221)	377
Capital expenditure	(14)	(37)	(54)	(400)	(300)
Others	0	0	0	0	0
CF from investing	(14)	(37)	(54)	(400)	(300)
Free cash flow	(130)	230	(193)	(621)	77
Net borrowings	145	32	173	42	69
Equity capital raised	69	0	199	2,270	0
Dividends paid	0	(101)	(416)	(254)	(348)
Others	8	(151)	154	0	0
CF from financing	221	(220)	109	2,058	(279)
Net change in cash	92	10	(84)	1,437	(202)

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales	611	660	1,483	2,033	2,456
Cost of sales	(301)	(312)	(641)	(888)	(1,068)
Gross profit	310	348	841	1,145	1,388
SG&A	(147)	(167)	(463)	(644)	(749)
EBITDA	191	242	421	584	784
Depre. & amortization	23	31	35	50	58
Equity income	0	0	0	16	68
Other income	4	30	7	18	20
EBIT	168	211	386	534	727
Finance costs	(5)	(7)	(9)	(4)	(2)
Income taxes	(34)	(42)	(76)	(106)	(145)
Net profit before MI	128	163	301	424	579
Minority interest	0	0	0	0	0
Core profit	128	163	301	424	579
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	128	163	301	424	579

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Growth YoY					
Revenue	47.6%	7.9%	124.8%	37.1%	20.8%
EBITDA	95.6%	27.0%	73.9%	36.7%	33.0%
Net profit	109.7%	26.6%	84.9%	41.0%	36.7%
Core profit	109.7%	26.6%	84.9%	41.0%	36.7%
Profitability ratio					
Gross profit margin	50.7%	52.7%	56.7%	56.3%	56.5%
EBITDA margin	31.2%	36.7%	28.4%	28.3%	31.2%
Core profit margin	21.0%	24.7%	20.3%	20.9%	23.6%
Net profit margin	21.0%	24.7%	20.3%	20.9%	23.6%
ROA	26.2%	27.1%	31.8%	12.7%	15.7%
ROE	50.1%	97.6%	74.5%	15.3%	19.3%
Stability					
D/E (x)	0.91	2.60	1.34	0.21	0.23
Net D/E (x)	0.01	0.15	0.70	Cash	Cash
Interest coverage ratio	30.55	30.53	42.32	126.74	296.33
Current ratio (x)	2.59	1.19	1.33	8.06	6.87
Quick ratio (x)	1.83	0.64	0.41	5.36	4.01
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.49	0.62	1.14	1.61	2.19
Core EPS	0.49	0.62	1.14	1.61	2.19
Book value	0.97	0.63	1.53	10.49	11.37
Dividend	0.00	0.42	1.73	0.96	1.32
Valuation (x)					
PER	138.8	109.6	59.3	42.0	30.8
Core PER	138.8	109.6	59.3	42.0	30.8
P/BV	69.5	106.9	44.1	6.4	5.9
EV/EBITDA	93.4	73.7	43.0	29.2	22.3
Dividend yield	0.0%	0.6%	2.6%	1.4%	2.0%

Corporate governance report of Thai listed companies 2022

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องได้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **ธรรมาภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างไร้ข้อสงสัย มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.
- ❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.
- ❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 12