

วันจันทร์ที่ 6 มีนาคม พ.ศ. 2560

D

Fair Value : 7.80 บาท



เดนทิล คอร์ปอเรชั่น

เครือข่ายคลินิกทันตกรรมที่มีรายได้สูงที่สุดในประเทศ

ด้วยมาตรฐานการให้บริการที่ดี และมีหลายใบรับรองการันตีคุณภาพ ส่งผลให้ D มีลูกค้าทั้งชาวไทยและต่างชาติเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง หนุนอัตราการกำไรให้สูงกว่าคู่แข่งส่วนใหญ่ โดยเงินที่ได้จาก IPO ครั้งนี้ จะนำไปชำระคืนเงินกู้ และลงทุนขยายสาขา รองรับการเดินทางเติบโตไปตามอุตสาหกรรมที่มีอนาคตสดใส

จุดเด่นอยู่ที่มาตรฐานการให้บริการ

D ดำเนินธุรกิจคลินิกทันตกรรม ภายใต้ชื่อ BIDC, Smile Signature และ Dental Signature รวมทั้งหมด 12 สาขา มีจุดเด่นเรื่องมาตรฐานการให้บริการและทำเลที่ตั้ง ทำให้รายได้ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาของ D เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเฉลี่ย 12% ต่อปี และมีฐานลูกค้าต่างชาติสูง ส่งผลให้รายได้ต่อสาขาสูงกว่าคู่แข่งส่วนใหญ่ที่มีกลุ่มลูกค้าใกล้เคียงกัน (อยู่นอกตลาดฯ) หนุนอัตรากำไรสุทธิปี 2560 สูงถึง 10.8% ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่มการแพทย์ที่ 11.8%

เข้าตลาดหลักทรัพย์ ระดมทุนเพื่อชำระคืนเงินกู้ และขยายสาขา

บริษัทฯ มีแผนการนำเงินที่ได้รับจากการระดมทุน IPO ครั้งนี้ ไปชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินประมาณ 60 ล้านบาท เพื่อลดดอกเบี้ยจ่ายลง ซึ่งจะทำให้ D มีฐานะเป็น Net cash ในปี 2560 ขณะที่เงินส่วนที่เหลือสามารถนำไปขยายสาขาได้ไม่ต่ำกว่า 20 สาขา รองรับการเดินทางเติบโตไปอีก 6-10 ปี

กำหนด Fair Value ที่ระดับ PER 30 เท่า ให้ราคาเหมาะสมที่ 7.80 บาท

บริษัทฯ มีจุดแข็งหลายประการ ที่จะหนุนให้กำไรเติบโตตลอดช่วง 4 ปีข้างหน้า อีกทั้งยังอยู่ในอุตสาหกรรมที่มีอนาคต โดยฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐานอิง PER 30 เท่า (Historical 5 ปี กลุ่มการแพทย์ -0.5SD) เนื่องจาก D มีมูลค่าตลาดที่ต่ำกว่ามาก จะทำให้มูลค่าเหมาะสมอยู่ที่ 7.80 บาท เทียบเท่า P/BV ที่ 3.6 เท่า มากกว่า LDC ที่อยู่ในธุรกิจเดียวกัน ที่ 2.4 เท่า เนื่องจาก D มีอัตราการทำการกำไรที่ดีกว่า

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)		ก่อน IPO		หลัง IPO
ประชาชนทั่วไป	48.1	กลุ่มครอบครัวต้นตอปลูก	100%	75%
กรรมการ/พนักงาน	1.9	กรรมการ/พนักงาน และประชาชน	0%	25%
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)		รวม		100%
ก่อน IPO	75	นโยบายจ่ายเงินปันผล	40% ของกำไรสุทธิ	
หลัง IPO	100			
ราคาพาร์ (บาท)	0.50			

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY58A	FY59A	FY60F	FY61F	FY62F
รายได้รวม (ล้านบาท)	419	447	483	523	565
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	12	43	52	57	64
EPS (บาท)	0.12	0.32	0.26	0.29	0.32
DPS (บาท)	0.05	0.29	0.10	0.11	0.13
BVS (บาท)	0.82	0.70	2.38	2.56	2.75
ROAE (%)	20.53	48.19	18.28	11.63	12.04
ROAA (%)	5.61	18.91	14.69	11.26	11.61

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด เป็นผู้
จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้น
สามัญเพิ่มทุนของ D ในครั้งนี้ โดยการ
จัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการ
นำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การ
ตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน
ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้
(Black out period) ตั้งแต่วันที่ 8-27 มี.ค.
2560

ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวน
ก่อนตัดสินใจลงทุน

ประสิทธิ์ รัตนกิจกุล CFA,CISA
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917
prasit.re@asiaplus.co.th
ศิวกร ด้านอุตรา
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 084995
siwakorn@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้น
โดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็
ตาม ส่วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับพนักงานใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

D มีเครือข่ายคลินิกทันตกรรมที่มีรายได้สูงที่สุดในประเทศ

บริษัท เดนทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ “D” ก่อตั้งในปี 2548 ด้วยทุนจดทะเบียน 10 ล้านบาท ภายใต้การบริหารของนายพริตต์ ดันตาปูล ประกอบธุรกิจคลินิกทันตกรรมภายใต้ชื่อ Dental Signature จำนวน 3 สาขา และ Smile Signature จำนวน 8 สาขา เน้นกลุ่มลูกค้าที่มีรายได้ปานกลางถึงสูง ปัจจุบันมีการถือหุ้นในบริษัทย่อย อีก 3 แห่ง คือ

- 1.) บริษัท บางกอกอินเตอร์เนชั่นแนล เดนทัล เซ็นเตอร์ จำกัด (“BIDC” ถือหุ้น 99.9%) ทำธุรกิจเป็นศูนย์ทันตกรรมที่ให้บริการทันตกรรมแบบครบวงจร ปัจจุบันมี 1 สาขา ตั้งอยู่บนถนนรัชดาภิเษก ซึ่งเป็นคลินิกทันตกรรมระดับพรีเมียม มีราคาที่ถูกกว่า รพ.พรีเมียมชั้นนำประมาณ 20-30% อีกทั้งยังมีบริการที่รวดเร็วกว่าโรงพยาบาลทั่วไป และมีมาตรฐาน JCI รับรอง จึงสามารถดึงดูดผู้ใช้บริการทั้งชาวไทยและต่างชาติ ที่ใส่ใจสุขภาพและความงามได้จำนวนมาก
- 2.) บริษัท เดนทัล ออล (ประเทศไทย) จำกัด (“DAT” ถือหุ้น 99.8%) จัดตั้งขึ้นเพื่อประกอบธุรกิจให้บริการด้านแล็บทันตกรรมเพื่อเป็นหน่วยสนับสนุนให้กับสาขาต่างๆ สามารถช่วยลดค่าใช้จ่ายแล็บทันตกรรมทั้งหมดของกลุ่มบริษัท ได้เป็นอย่างดี
- 3.) บริษัท โรงพยาบาลทันตกรรมกรุงเทพ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (“BIDH” ถือหุ้น 99.8%) จัดตั้งขึ้นเพื่อประกอบธุรกิจโรงพยาบาลทันตกรรมที่ให้บริการด้านทันตกรรมโดยเป็นสถานพยาบาลที่สามารถรับผู้ป่วยไว้ค้างคืน ปัจจุบันยังไม่ได้ดำเนินธุรกิจใดๆ

สัดส่วนรายได้แยกตามประเภท (ล้านบาท)	2557		2558		2559	
	ลบ.	%	ลบ.	%	ลบ.	%
รายได้จากการบริการ	400	98%	412	98%	439	98%
- ทันตกรรมทั่วไป	162	40%	131	31%	138	31%
- ทันตกรรมเพื่อความงาม	147	36%	183	44%	201	45%
- การทำรากฟันเทียม	91	22%	98	23%	100	22%
- แล็บทันตกรรม	-	-	-	-	-	-
รายได้จากการขาย	3	1%	3	1%	3	1%
รายได้อื่น	5	1%	6	1%	5	1%
รวมรายได้	408	100	420	100	447	100

ที่มา : หนังสือนิตยสาร

รายได้กว่า 98% ของ D มาจากการให้บริการทันตกรรม ซึ่งสามารถแบ่งประเภทการทำทันตกรรม ได้เป็น 3 ประเภท คือ 1.) ทันตกรรมทั่วไป 2.) ทันตกรรมเพื่อความงาม และ 3.) การทำรากฟันเทียม โดยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา รายได้ของ D เติบโตเฉลี่ย 12% ต่อปี หนุนโดยจำนวนผู้ใช้บริการที่เพิ่มขึ้น ตามการขยายสาขาใหม่ รวม 7 แห่ง และจากการปรับเพิ่มค่าบริการ โดยทันตกรรมประเภทที่เติบโตสูงที่สุดคือทันตกรรมเพื่อความงาม ขณะที่ทันตกรรมทั่วไป และการทำรากฟันเทียม มีแนวโน้มทรงตัว

Bangkok International Dental Center



ที่มา : bangkokdentalcenter.com

Dental Signature at Siam Paragon



ที่มา : bangkokdentalcenter.com

Smile Signature at Siam Square



ที่มา : thailanddentalconnections.com

หลายรางวัลการันตีความเป็นที่ 1

แม้จำนวนคลินิกทันตกรรมในกรุงเทพฯ จะมีมาก เฉลี่ย 1 คลินิก ต่อ 1.1 ตร.กม. แต่ D มีจุดเด่นที่เหนือกว่าคลินิกอื่น ด้วยการให้บริการทันตกรรมแบบครบวงจร และเน้นหนักไปที่การให้บริการในระดับสากล สะท้อนให้เห็นผ่านการที่ศูนย์ทันตกรรมในกลุ่มฯ ได้ใบรับรองมาตรฐาน JCI ตั้งแต่ปี 2555 เป็นรายแรกของประเทศไทย ซึ่งขณะนี้ศูนย์ทันตกรรมที่ได้รับ JCI ในประเทศไทย เพียง 2 แห่ง คือ BIDD และ Sea Smile Dental Clinic (ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดฯ)

อีกทั้งศูนย์ทันตกรรมในกลุ่มฯ ยังได้รับรางวัลต่างๆ จำนวนมาก เช่น BIDD ยังถูกยกให้เป็น 1 ของศูนย์ทันตกรรมในประเทศไทย จาก Global Patients' Choice Winner หรือ รางวัล Best Service Enterprise Award ในกลุ่มการแพทย์ จาก The Prime Minister's Export Award 2015 เป็นต้น ขณะที่กลยุทธ์การเปิดคลินิกในห้างสรรพสินค้าชั้นนำ หนุนให้ผู้บริโภคได้รับรู้ในแบรนด์ได้เป็นอย่างดี ส่งผลให้ผู้เข้ารับบริการทั้งชาวไทย และต่างชาติ มีความไว้วางใจ และให้ความเชื่อมั่นมากกว่า

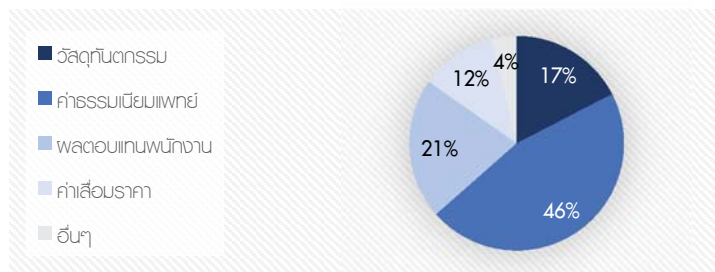
อัตราการกำไรสูงกว่าคู่แข่งส่วนใหญ่

เนื่องจาก D มีสัดส่วนรายได้จากลูกค้าต่างชาติประมาณ 50% สูงกว่าคู่แข่งรายอื่น จึงสามารถคิดค่าบริการในระดับที่สูงกว่าได้ อีกทั้งยังมีการบริหารต้นทุนที่ดี ทำให้หากเทียบกับเครือข่ายคลินิกทันตกรรมอื่นในประเทศ เช่น LDC (31 สาขา) จะพบว่า D มีอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี ดีกว่าอย่างชัดเจนที่ 32% เทียบกับ LDC ที่ 10% ขณะที่หากเปรียบเทียบกับกลุ่มคลินิกทันตกรรมอื่นที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดฯ ก็พบว่า D มีอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีกว่า ผู้ประกอบการส่วนใหญ่

	จำนวนสาขา		2556	2557	2558
LDC	31	Gross margin (%)	15%	12%	2%
D	12	Gross margin (%)	27%	34%	34%
Smile Gallery	6	Gross margin (%)	15%	25%	N/A
Dentajoy	5	Gross margin (%)	36%	40%	47%
Bangkok Smile	4	Gross margin (%)	18%	20%	18%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

โครงสร้างต้นทุนของ D (สัดส่วนต่อต้นทุนรวมปี 2558)



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่าง D กับ LDC

	D	LDC
จำนวนสาขา (แห่ง)	12	31
จำนวนทันตแพทย์ (คน)	100	358
รายได้ต่อครั้ง (บาท)	7,021	3,000
รายได้รวม 9M59 (ล้านบาท)	336	262
รายได้ต่อสาขา (ล้านบาท)	28	8
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	38%	-7%
SG&A to sales (%)	25%	20%
ทำเลที่ตั้ง	ห้างสรรพสินค้าชั้นนำ และ Stand-alone	ตึกแถว และ Stand-alone

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

อยู่ในอุตสาหกรรมที่ดี มีโอกาสทางธุรกิจอีกมาก

ภาพรวมอุตสาหกรรมทันตกรรมในอนาคตยังคงอยู่ในแนวโน้มที่ดี จากความต้องการบริการด้านทันตกรรมที่ยังอยู่ในระดับสูง, การสนับสนุนจากรัฐบาล, สังคมผู้สูงอายุ และการขยายตัวของนักท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ โดยสามารถสรุปเป็น 4 ปัจจัยหลักได้ ดังนี้

- 1.) **ผู้สูงอายุมีสัดส่วนเพิ่มขึ้น** เนื่องจากประเทศไทยกำลังจะก้าวเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ แบบเต็มตัวในปี 2571 โดยที่ในอีก 40 ปีข้างหน้า จะมีผู้สูงอายุมากกว่าเด็กถึงเกือบ 2 เท่า ซึ่งโดยปกติแล้วในผู้สูงอายุ จะมีโรคในช่องปากที่ซับซ้อนขึ้น เช่น การสูญเสียฟัน, ปัญหาจากการใส่ฟัน, ฟันผุ หรือ โรคปริทันต์ เป็นต้น ส่งผลให้รายได้ต่อครั้งสูงขึ้น
- 2.) **ทันตกรรมเพื่อความงามมาแรง** ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ธุรกิจทันตกรรมเพื่อความงาม เช่น การฟอกสีฟัน, การเคลือบฟัน หรือ การจัดฟัน มีการเพิ่มขึ้นอย่างมาก ได้รับความนิยมจากกลุ่มวัยรุ่นและวัยทำงานและคาดว่าจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ขณะที่ยังไม่มีมีการทำการตลาดด้านทันตกรรมเพื่อความงามนี้อย่างเป็นรูปธรรม จึงทำให้ตลาดด้านนี้มีโอกาสขยายตัวได้อีกมาก ซึ่งทันตกรรมเพื่อความงามนี้มีอัตราการกำไรที่สูงกว่าทันตกรรมทั่วไป และถือเป็น Recurring Income ชนิดหนึ่ง ยกตัวอย่างเช่น การจัดฟันจะมีระยะเวลาไม่ต่ำกว่า 2 ปี และลูกค้าส่วนใหญ่ จะไม่เปลี่ยนคลินิกจนกว่าการจัดฟันจะเสร็จสิ้น
- 3.) **รัฐบาลสนับสนุนเต็มที่** ผ่านแผนงานทันตสุขภาพสำหรับผู้สูงอายุประเทศไทย พ.ศ. 2558-2565 งบประมาณรวม 13,266 ล้านบาท ที่เน้นเพิ่มการเข้าถึงบริการทันตสุขภาพ, พัฒนารูปแบบบริการ, วิจัยและพัฒนานวัตกรรม และพัฒนาบุคลากร อีกทั้งยังเพิ่มสิทธิประโยชน์สำหรับผู้ประกันตนในระบบประกันสังคม จากเดิมที่ 600 บาท/คน/ปี เป็น 900 บาท/คน/ปี และไม่ต้องสำรองจ่ายเหมือนเดิม โดยมีผลแล้วตั้งแต่วันที่ 1 ก.พ. 2560 ส่งผลให้อุตสาหกรรมได้รับผลบวกโดยตรง
- 4.) **นโยบาย Medical Hub** หนุนการขยายตัวของนักท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ โดยในปี 2555 กระทรวงสาธารณสุขรายงานว่า ในปี 2555 มีชาวต่างชาติมารักษาพยาบาลในประเทศไทยกว่า 2 ล้านครั้ง ทำรายได้ให้กับประเทศสูงถึง 121,658 ล้านบาท และเข้ามาทำทันตกรรม 11% หรือคิดเป็นเม็ดเงิน 13,382 ล้านบาท โดยจุดเด่นที่สำคัญของการทำทันตกรรมในประเทศไทย คือ มาตรฐานการให้บริการที่ดี และมีราคาถูกกว่าในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น ถูกกว่าออสเตรเลียประมาณ 2 เท่า ทำให้แนวโน้มการเติบโตในอนาคตยังสดใส ทั้งจากการสนับสนุนของรัฐบาล และจากการบอกต่อ ขณะที่ในปี 2555 สัดส่วนรายได้จากลูกค้าต่างชาติของ D คิดเป็นเพียง 1% ของมูลค่าการทำทันตกรรมในไทยจากชาวต่างชาติทั้งหมด แสดงให้เห็นถึงช่องว่างการเติบโตอีกมากในอนาคต

ขณะที่ในแง่ของ Supply พบว่า **โอกาสยังมีอีกมากในต่างจังหวัด** โดยหากอิงข้อมูลของกระทรวงสาธารณสุข ปี 2558 พบว่าคลินิกทันตกรรมในประเทศไทยส่วนใหญ่ กระจุกตัวอยู่ในกรุงเทพฯ จนมีจำนวนที่เหมาะสมแล้ว ที่ 1,461 แห่ง คิดเป็น 1 คลินิก ต่อ 1.1 ตร.กม. หรือ 3,837 คน ต่อ คลินิก แต่ในต่างจังหวัด มีจำนวนคลินิกทันตกรรมเพียง 2,783 แห่ง หรือคิดเป็นเพียง 1 คลินิก ต่อ 184 ตร.กม. หรือ 21,317 คน ต่อ คลินิก แสดงถึงโอกาสที่ดี ของคลินิกทันตกรรมที่จะเปิดให้บริการใหม่ ในต่างจังหวัด โดยเฉพาะในจังหวัดที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่ และจังหวัดหัวเมืองในแต่ละภาคของประเทศ สอดคล้องกับแผนการขยายสาขาใหม่ของ D ที่จะเน้นไปที่ต่างจังหวัดที่เป็นแหล่งท่องเที่ยว

เขต	จำนวนคลินิกทันตกรรม (แห่ง)	ประชากร (คน)	คลินิก ต่อ ประชากร	จำนวนทันตแพทย์ (คน)	ทันตแพทย์ ต่อ ประชากร
กรุงเทพฯ	1,461	5,605,672	1 : 3,837	5,578	1 : 1,005
ภูมิภาค	2,783	59,324,413	1 : 21,317	7,637	1 : 7,768

ที่มา : กระทรวงสาธารณสุข ปี 2558

กำไรปี 2560 โตเร่ง 23% yoy จากการปรับขึ้นค่าบริการ และประหยัดดอกเบี้ยจ่าย

ปี 2560 คาดว่ารายได้จะเพิ่มขึ้น 8% yoy ตามการปรับขึ้นค่าบริการ ที่โดยปกติจะปรับขึ้นทุกปี ที่ประมาณ 5-10% จากเทคโนโลยีการรักษาที่ดีขึ้น ซึ่งในเดือนมกราคมที่ผ่านมา บริษัทฯ ได้ปรับขึ้นค่าบริการในบางรายการขึ้นแล้ว ประมาณ 3% และจะมีการพิจารณาปรับขึ้นใหม่ ในทุกๆไตรมาส จึงคาดว่าทั้งปี 2560 จะมีการปรับค่าบริการขึ้นที่ 5% yoy อีกทั้งจำนวนการเข้ารับบริการในปี 2560 คาดว่าจะเติบโต 3% YoY จากการบอกต่อของลูกค้าต่างชาติ และ ทันตกรรมเพื่อความงามในกลุ่มลูกค้าชาวไทย ซึ่งบริษัทฯ ได้มีการนำเทคโนโลยีจัดฟันแบบใส มาให้บริการในปีที่ผ่านมา และมีผลตอบรับที่ดีมาก อีกทั้งยังได้รับผลบวกจากแผนเปิดคลินิกใหม่อีก 3 แห่ง ในช่วง 2H60

ขณะที่ต้นทุนการให้บริการ คาดว่าจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำกว่ารายได้ จากการต่อรองวัตถุดิบ, การบริหารจัดการสินค้าคงคลัง, การประหยัดต่อขนาดจากการสั่งซื้อที่มากขึ้น และต้นทุนค่าแพทย์ที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำกว่า อีกทั้งดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงประมาณ 4 ล้านบาท จากการนำเงินที่ได้รับจากการระดมทุนครั้งนี้ไปชำระคืนหนี้ หนี้อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นเป็น 10.8% จาก 9.5% ในปี 2559 และหนี้กำไรให้เพิ่มขึ้น 23% yoy เป็น 52 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นหลังการออก IPO จาก 150 ล้านหุ้น เป็น 200 ล้านหุ้น จะทำให้เกิด Dilution Effect 25%

ปิดไป เติบโตมาลงเหลือ 10% ต่อปี

หลังจากปี 2560 เป็นต้นไป กำไรของบริษัทฯ จะไม่ได้รับผลบวกจากการประหยัดดอกเบี้ยจ่ายเหมือนในปี 2559 แล้ว เนื่องจากได้ชำระคืนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยไปแล้วเกือบทั้งหมด แต่ D จะยังคงรักษาระดับการเติบโตของกำไรได้ประมาณ 10% ต่อปี จากแผนการเปิดสาขาเฉลี่ย 3-4 สาขาต่อปี, การบอกต่อของลูกค้าต่างชาติ และทันตกรรมเพื่อความงาม หนุนให้จำนวนผู้ใช้บริการเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง 3% ต่อปี, ค่าบริการเพิ่มขึ้น 5% ต่อปี และเกิดการประหยัดต่อขนาดที่มากขึ้น

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558	2559	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
จำนวนสาขา (แห่ง)	7	10	12	15	18	21	24	27
รายได้จากการให้บริการต่อครั้ง (บาท)	7609	7021	7091	7446	7818	8209	8619	9050
เติบโต yoy		-7.7%	1.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
จำนวนการเข้ารับบริการ (ครั้ง)	52612	58669	60989	62819	64703	66644	68644	70703
เติบโต yoy		11.5%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
รายได้รวม (ล้านบาท)	408	419	447	483	523	565	611	661
เติบโต yoy	N/A	N/A	6.7%	8.3%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	-1	12	43	52	57	64	70	77
เติบโต yoy	N/A	N/A	245.6%	22.7%	10.2%	11.1%	9.2%	10.4%
Gross Margin (%)	34.0%	33.7%	37.6%	38.6%	38.7%	38.8%	38.8%	38.9%
SG&A to Sales (%)	24.4%	28.3%	24.7%	25.0%	24.8%	24.6%	24.5%	24.3%
อัตรากำไรสุทธิ (%)	-0.3%	2.9%	9.5%	10.8%	11.0%	11.3%	11.4%	11.6%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

นำเงินจาก IPO ไปขยายสาขาเพิ่ม ชำระหนี้ และใช้หมุนเวียนกิจการในอนาคต

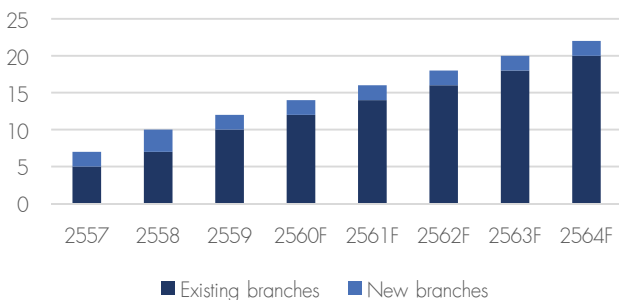
ก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ บริษัทมีทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว 75 ล้านบาท (จำนวนหุ้นทั้งหมด 150 ล้านหุ้น, ราคาพาร์ที่ 0.50 บาท) และครั้งนี้จะระดมทุนผ่านการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่กรรมการหรือผู้บริหารบริษัทฯ และประชาชนทั่วไปอีก 50 ล้านหุ้น รวมเป็นจำนวนหุ้นทั้งหมด 200 ล้านหุ้น (เกิด Dilution Effect 25%) โดยภายหลังจากการระดมทุนดังกล่าว กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิม คือ ครอบครัวต้นตอปกุล จะลดสัดส่วนการถือหุ้นเดิมจาก 100% เหลือ 75% ของทุนจดทะเบียนทั้งหมดที่มีอยู่ 200 ล้านหุ้น โดยภายใต้หลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ ห้ามขายหุ้น (Silent Period) สัดส่วน 55% ของทุนชำระแล้ว หรือเท่ากับ 82.5 ล้านหุ้น ภายหลังจากเสนอขายหุ้น IPO เป็นระยะเวลา 1 ปี นับจากวันแรกที่บริษัทเข้าซื้อขาย อย่างไรก็ตาม หากครบ 6 เดือนแรกหลังเข้าซื้อขาย จะสามารถขายได้จำนวน 25% ของหุ้น 55% ที่ติดข้อกำหนด ส่วนที่เหลืออีก 75% จะขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี

เงินที่ได้จากการขายหุ้น IPO บริษัทฯ มีแผนนำไปใช้ลงทุนขยายสาขา และชำระคืนเงินกู้ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

- 1.) **ชำระคืนเงินกู้** จากสถาบันการเงินทั้งหมด ประมาณ 60 ล้านบาท ซึ่งจะสามารถลดดอกเบี้ยจ่ายลงได้ประมาณ 4 ล้านบาท และจะทำให้ D มีสถานะการเงินเป็น Net Cash จาก ณ สิ้นปี 2559 ที่มี Net Gearing อยู่ที่ 0.57 เท่า ทำให้บริษัทฯ มีความพร้อมด้านเงินทุนรองรับการลงทุนเพิ่มเติมในอนาคต
- 2.) **นำไปขยายคลินิก** จำนวน 3-4 แห่งต่อปี โดยเน้นไปที่ห้างสรรพสินค้าชั้นนำและในต่างจังหวัดที่เป็นแหล่งท่องเที่ยว ซึ่งเงินลงทุนต่อสาขาจะอยู่ที่ประมาณ 7-10 ล้านบาท ขึ้นอยู่กับขนาดคลินิก โดยจำนวนเงินที่เหลือหลังคืนเงินกู้ คาดว่าจะสามารถนำมาขยายสาขาได้ไม่ต่ำกว่า 20 สาขา และหากอิงตามแผนขยายปีละ 3-4 แห่ง จะสามารถรองรับการเติบโตของบริษัทฯ ไปได้อีก 6-10 ปี

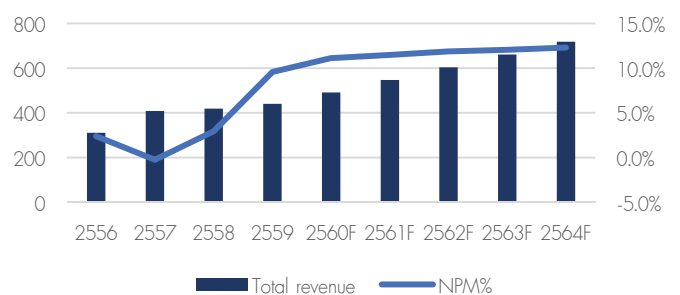
นอกเหนือจากการเติบโตผ่านการขยายสาขาแล้ว จุดแข็งสำคัญของ D ในฐานะที่เป็นเครือข่ายคลินิกทันตกรรมที่มีรายได้รวมสูงที่สุดในประเทศ, มีอัตราการทำกำไรที่สูง, มีการบริหารจัดการที่ดี และมีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับของทั้งคนไทยและต่างชาติ ทำให้มีโอกาสที่จะเติบโตเพิ่มเติมได้ผ่านการร่วมทุนกับบริษัทฯ อื่น ยกตัวอย่างเช่น จับมือเป็นพันธมิตรกับโรงพยาบาลเอกชนที่ยังไม่มีศูนย์ทันตกรรม เพื่อเข้าไปบริหารจัดการศูนย์ทันตกรรมให้ อีกทั้งด้วยชื่อเสียงที่ดี, กลุ่มลูกค้าจำนวนมาก และประสบการณ์ที่ยาวนาน มีโอกาสที่บริษัทฯ จะลงทุนสร้างโรงพยาบาลฟันขึ้นเป็นแห่งแรกในไทย โดยปัจจุบัน D มีการตั้งบริษัทย่อย คือ บริษัท โรงพยาบาลทันตกรรมกรุงเทพ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (ตามข้อมูลหน้า 2)

คาดการณ์จำนวนคลินิกเปิดใหม่ ปี 2556-2564F (สาขา)



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

คาดการณ์รายได้ (ลบ.) และ อัตรากำไรสุทธิ (%) ปี 2556-2564F

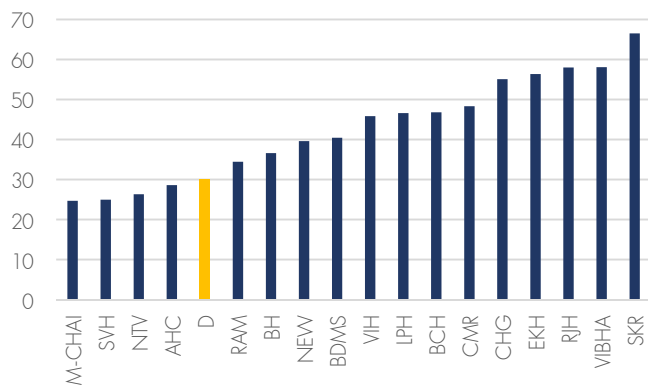


ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประเมิน Fair value อิง PER 30 เท่า ได้มูลค่า 7.80 บาท/หุ้น

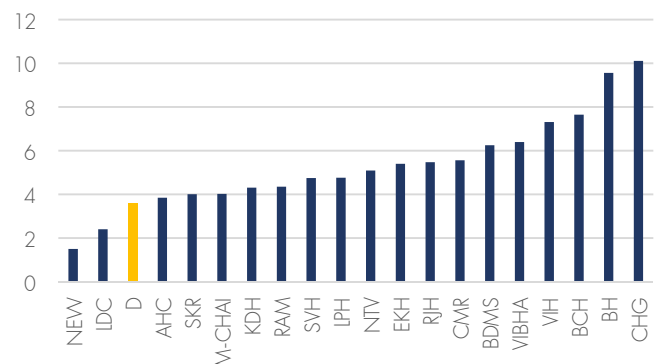
บริษัทฯ มีจุดแข็งหลายประการ ที่จะหนุนให้กำไรเติบโตตลอดช่วง 4 ปีข้างหน้า อีกทั้งยังอยู่ในอุตสาหกรรมที่มีอนาคต โดยฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน อิง PER 30 เท่า (Historical 5 ปี กลุ่มการแพทย์ -0.5SD) เนื่องจาก D มีมูลค่าตลาดที่ต่ำกว่ามาก จะทำให้มูลค่าเหมาะสมอยู่ที่ 7.80 บาท เทียบเท่า P/BV ที่ 3.6 เท่า มากกว่า LDC ที่อยู่ในธุรกิจเดียวกัน ที่ 2.4 เท่า เนื่องจาก D มีอัตราการทำการกำไรที่ดีกว่า สำหรับเงินปันผลปี 2560 คาดการณ์ที่หุ้นละ 0.11 บาทต่อหุ้น อ้างอิงนโยบาย Payout Ratio ที่ 40%

PER หุ้นในกลุ่มการแพทย์ และ D, LDC



ที่มา : Settrade และ ฝ่ายวิจัย ASPS

PBV หุ้นในกลุ่มการแพทย์ และ D, LDC



ที่มา : Settrade และ ฝ่ายวิจัย ASPS

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ

1. ความเสี่ยงจากการถูกผู้รับบริการฟ้องร้อง หากมาตรฐานหรือผลการให้บริการทางทันตกรรมของบริษัทไม่เป็นไปตามที่ผู้ให้บริการคาดหวัง อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ อยู่ระหว่างการพิจารณาที่จะทำประกันความเสียหายจากการถูกฟ้องร้องจากผู้ป่วยที่เกี่ยวข้องกับการให้บริการด้านทันตกรรม
2. ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงรายได้จากผู้รับบริการชาวต่างชาติ ที่มีสัดส่วนประมาณ 50% ของรายได้รวมที่อาจผันผวนตามค่าเงิน และ วิกฤตการณ์ต่างๆ ที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในการเข้ารับบริการด้านทันตกรรมในประเทศไทย
3. ความเสี่ยงจากการไม่สามารถต่อสัญญาเช่าพื้นที่ในการประกอบธุรกิจ ทั้งที่ดินและสิ่งปลูกสร้างจากบุคคลภายนอก รวมถึงห้างสรรพสินค้าชั้นนำต่างๆ โดยสัญญาเช่าส่วนใหญ่มีอายุสัญญาประมาณ 3 ปี อาจส่งผลให้บริษัทฯ สูญเสียรายได้ และกลุ่มลูกค้าบางส่วนไป

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559	2560F	2561F
รายได้จากการบริการ	412	439	468	506
รายได้จากการขาย	3	3	4	4
รายได้อื่น	4	5	12	13
รายได้รวม	419	447	483	523
ต้นทุนขาย	(278)	(278)	(297)	(321)
กำไรขั้นต้น	141	168	187	202
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(119)	(110)	(121)	(130)
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	22	58	66	72
ดอกเบี้ยจ่าย	(6)	(5)	(1)	(0)
ภาษีเงินได้	(4)	(11)	(13)	(14)
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0	0	-	-
กำไรสุทธิ	12	43	52	57
EPS	0.12	0.32	0.26	0.29
รายได้รวม (YoY%)	2.5%	6.7%	8.3%	8.1%
กำไรขั้นต้น (YoY%)	-4.7%	19.3%	11.0%	8.3%
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (YoY%)	-68.2%	160.1%	13.4%	10.0%
กำไรสุทธิ (YoY%)	-58.8%	245.6%	22.7%	10.2%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59
รายได้จากการบริการ	105	105	120	109
รายได้จากการขาย	1	1	1	0
รายได้อื่น	2	1	1	1
รายได้รวม	107	107	122	111
ต้นทุนขาย	(66)	(66)	(76)	(71)
กำไรขั้นต้น	41	41	46	40
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(27)	(29)	(29)	(25)
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	15	12	17	15
ดอกเบี้ยจ่าย	(1)	(1)	(1)	(1)
ภาษีเงินได้	(3)	(2)	(3)	(3)
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0	0	0	-
กำไรสุทธิ	10	9	12	11
รายได้รวม (YoY%)	8.1%	0.1%	13.5%	-8.7%
กำไรขั้นต้น (YoY%)	29.6%	0.2%	11.4%	-13.8%
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (YoY%)	530.0%	-15.8%	35.3%	-11.9%
กำไรสุทธิ (YoY%)	373.1%	-15.3%	38.4%	-10.2%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559	2560F	2561F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.40	0.55	6.08	6.58
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	29.81	44.98	44.79	44.79
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	11.49	13.66	13.60	13.60
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น(เท่า)	1.80	1.05	0.12	0.12
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.6%	18.9%	14.7%	11.3%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	20.5%	48.2%	19.6%	12.6%
Net Gearing (เท่า)	1.15	0.57	net cash	net cash

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559	2560F	2561F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	16	53	65	72
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	37	32	32	33
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	8	36	32	34
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน	(53)	(16)	(13)	(14)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	8	106	117	125
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	6	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(26)	(5)	(30)	(30)
อื่นๆ	(25)	(8)	4	4
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(44)	(12)	(26)	(26)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	8	(34)	(60)	-
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	40	25	300	-
อื่นๆ	(2)	(2)	-	-
ลด จ่ายปันผล	(5)	(44)	(21)	(23)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	41	(54)	219	(23)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	5	39	310	76

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559	2560F	2561F
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	8	16	294	337
ลูกหนี้การค้า	14	10	10	11
สินค้าคงเหลือ	8	9	9	10
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	-	-	-	-
สินทรัพย์ถาวร	139	126	124	121
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	63	58	54	50
สินทรัพย์รวม	231	218	492	529
เจ้าหนี้การค้า	36	32	34	37
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	6	7	7	7
เจ้าหนี้สถาบันการเงิน ระยะสั้น	33	24	10	10
เจ้าหนี้สถาบันการเงิน ระยะยาว	71	46	-	-
หนี้สินรวม	149	112	54	57
ทุนเรียกชำระแล้ว	50	75	100	100
กำไรสะสม	32	31	63	97
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	275	275
ส่วนของผู้ถือหุ้น	83	106	438	472
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	231	218	492	529

สมมติฐานในงบประมาณ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559	2560F	2561F
จำนวนสาขา	10	12	15	18
รายได้จากการให้บริการต่อครั้ง (บาท)	7,021	7,091	7,446	7,818
จำนวนการเข้าใช้บริการ (ครั้ง)	58,669	60,989	62,819	64,703
ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหารต่อยอดขาย (%)	28.3%	24.7%	25.0%	24.8%