

IPO เฮลท์ลีด

BY RESEARCH DIVISION

8 พฤศจิกายน 2564

ร้านยาคุณภาพที่พร้อมเติบโตก้าวกระโดด

HL ประกอบธุรกิจหลักเป็นร้านขายยาและสินค้าที่เกี่ยวข้อง ภายใต้จุดเด่น ประสิทธิภาพ 28 ปี จึงมีสายสัมพันธ์กับซัพพลายเออร์หลากหลาย, ความสามารถกำหนดที่ตั้งสาขา และการบริหารที่เป็นระบบ ที่ผ่านมาเติบโตสูงกว่าผู้ประกอบการที่มีสาขาและรายได้ใกล้เคียงกลุ่มบริษัท ขณะที่โอกาสธุรกิจยังสูง ทั้งอุตสาหกรรมโตปีละ 4%-5% ขณะที่โครงสร้างตลาดยังกระจายตัว

เงิน IPO จะใช้รองรับการขยายสาขาอีก 3 ปีปีละ 4-5 สาขา จากที่มี 25 สาขา เพิ่มส่วนแบ่งตลาด คาดกำไรปี 2564-66 โตถึงปีละ 36.2 % มูลค่าหุ้นปี 2565 อิง DCF (WACC 8.2%, growth 3%) อยู่ที่ 13.7 บาท เทียบเท่า PER'65 ที่ 32.4 เท่า ใกล้เคียงกลุ่มค้าปลีก+การแพทย์ (ไม่รวม รพ.ต่างชาติ)

HL

แนะนำ :

ราคาเป้าหมายปี 2565 (บาท) 13.7

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) ตั้งแต่วันที่ 10 พ.ย. 64 จนถึงสิ้นสุดระยะเวลาการจองซื้อ

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)

ประชาชนทั่วไป	64.8
กรรมการ ผู้บริหาร พนักงานบริษัท	7.2

ทุนชำระแล้ว (ล้านบาท)

ก่อน IPO	100
หลัง IPO	136
ราคาพาร์ (บาท)	0.5

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
ภญ.มัทยา พันธุกานนท์	58.7%	43.2%
ภก.ศุภกร พันธุกานนท์	32.8%	24.1%
นพ.ธัญกร พันธุกานนท์	6.5%	4.8%
ภก.ร.อ.ธัชพล ชลวิวัฒนกุล	2.0%	1.5%
กรรมการ ผู้บริหาร พนักงานบริษัท	0.0%	2.7%
ประชาชนทั่วไป		23.8%
รวม	100.0%	100.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส (รวบรวมจากหนังสือชี้ชวน)

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส

สุวัฒน์ วัฒนพวงสรหม
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 044015

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ	FY62A	FY63A	FY64F	FY65F	FY66F
รายได้ (ล้านบาท)	906.2	1,064.1	1,245.0	1,446.1	1,641.0
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	21.8	52.1	75.4	115.0	131.9
กำไรปกติ (ล้านบาท)	21.8	52.1	75.4	115.0	131.9
EPS (บาท)*	0.14	0.26	0.28	0.42	0.49
EPS growth (%)	5960.7	91.5	6.5	52.4	14.8
PER (เท่า)	132.4	69.1	64.9	42.6	37.1
DPS (บาท)*	0.13	0.25	0.11	0.17	0.19
BVS (บาท)*	0.68	0.62	3.82	4.13	4.45
ROE(%)	20.1	41.7	7.3	10.2	10.9

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส (ข้อมูล EPS, DPS อิงจำนวนหุ้นภายใต้ราคาพาร์ที่ 0.5 บาท)

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

HL ร้านขายยาและผลิตภัณฑ์เกี่ยวเนื่องสมัยใหม่ที่เปี่ยมไปด้วยคุณภาพทางธุรกิจ

บริษัท เฮลท์ลีด จำกัด (มหาชน) หรือ HL จัดทะเบียนจัดตั้งบริษัทวันที่ 28 ธ.ค. 61 ประกอบธุรกิจลงทุนในธุรกิจอื่น (Holding Company) 2 บริษัท คือ

- 1) บริษัท ไอแคร์ เฮลท์ จำกัด HL ถือหุ้น 100% ประกอบธุรกิจหลัก คือ ร้านขายยาและผลิตภัณฑ์เกี่ยวเนื่อง อาทิ เวชภัณฑ์ เวชสำอาง ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร อุปกรณ์การแพทย์ และผลิตภัณฑ์สุขภาพต่าง ๆ กว่า 10,000 รายการ ภายใต้แบรนด์ iCare, Pharmax, Vitamin Club และ Super Drug รวมจำนวน 25 สาขา ทั้งหมดตั้งอยู่ในพื้นที่ จ.กรุงเทพฯ โดยมีพื้นที่เฉลี่ยต่อสาขาส่วนใหญ่ราวสาขาละ 100-200 ตารางเมตร โดยแต่ละแบรนด์วางตำแหน่งทางธุรกิจ ดังนี้
 - iCare เป็นร้านขายยาที่เน้นสินค้าประเภท Professional Healthcare และ Home Healthcare ที่มีกลุ่มสินค้าหลักคือยา ผลิตภัณฑ์อาหารเสริม และอุปกรณ์การแพทย์ ให้ความสำคัญกับลูกค้าในชุมชน โดยจะเปิดให้บริการในบริเวณใกล้ตลาดและแหล่งที่พักอาศัยภายในกรุงเทพมหานคร ปัจจุบันมีด้วยกันทั้งหมด 10 สาขา โดยพื้นที่ส่วนที่เป็นร้านค้า ส่วนใหญ่มีขนาดพื้นที่ประมาณ 100-300 ตารางเมตร
 - Pharmax เน้นสินค้า Professional Healthcare, Home Healthcare และ Deli Healthcare ซึ่งเป็นสินค้าประเภทยา ผลิตภัณฑ์อาหารเสริม อุปกรณ์การแพทย์ รวมถึงสินค้าบริโภคอื่นๆ ในลักษณะ Professional Pharmacy กลุ่มลูกค้าเป้าหมายจะเป็นลูกค้าที่อยู่ภายในย่านเศรษฐกิจในกรุงเทพมหานครมากขึ้น โดยส่วนใหญ่จะเน้นเปิดสาขาใน Community Mall ปัจจุบันมีด้วยกันทั้งหมด 11 สาขา โดยพื้นที่ส่วนที่เป็นร้านค้า ส่วนใหญ่มีขนาดพื้นที่ประมาณ 100 - 200 ตารางเมตร
 - Vitaminclub เปิดให้บริการในรูปแบบ Lifestyle Pharmacy โดยเน้นการจำหน่ายสินค้าประเภท Personal Healthcare และ Professional Healthcare ซึ่งเป็นสินค้าจำพวกสินค้าอุปโภคเพื่อสุขภาพ หรือสุขอนามัย รวมทั้งยา และผลิตภัณฑ์อาหารเสริม เป็นหลัก เน้นการเปิดสาขาในห้างสรรพสินค้า เพื่อจับกลุ่มลูกค้าที่ใส่ใจกับสุขภาพ ปัจจุบันมีด้วยกันทั้งหมด 3 สาขา โดยพื้นที่ส่วนที่เป็นร้านค้า มีขนาดพื้นที่ประมาณ 50-100 ตารางเมตร

- Super Drug เน้นการจำหน่ายสินค้าประเภท Professional Healthcare และ Home Healthcare ที่มีกลุ่มสินค้าหลักคือยา ผลิตภัณฑ์อาหารเสริม และอุปกรณ์การแพทย์ ที่ระดับราคาที่สามารถแข่งขันได้ โดยปัจจุบันมีเพียง 1 สาขา เป็นร้านขายยาขนาดใหญ่ มีขนาดพื้นที่ประมาณ 240 ตารางเมตร

2) บริษัท เฮลทีเนส จำกัด HL ถือหุ้น 100% ประกอบธุรกิจ คิดค้นและพัฒนาสินค้า ร่วมกับทีมวิจัยภายนอก รวมทั้งว่าจ้างผู้ผลิต เพื่อจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์และนวัตกรรมเพื่อสุขภาพ ภายใต้ 2 แบรนด์ คือ PRIME เป็นแบรนด์ผลิตภัณฑ์อาหารเสริม ที่คัดสรรวัตถุดิบคุณภาพจากทั่วทุกมุมโลก ปัจจุบันมีผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์ PRIME จำนวนทั้งหมด 25 SKU และ Besuto เป็นแบรนด์ผลิตภัณฑ์และนวัตกรรมเพื่อสุขภาพ ซึ่งมีผลิตภัณฑ์ฆ่าเชื้อ ผลิตภัณฑ์สลายกลิ่น และผลิตภัณฑ์หน้ากาก ซึ่งปัจจุบัน เฮลทีเนส จำกัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์ Besuto ทั้งหมด 9 SKU จำหน่ายสินค้าทั้งที่ผ่านช่องทางในกลุ่มและนอกกลุ่ม

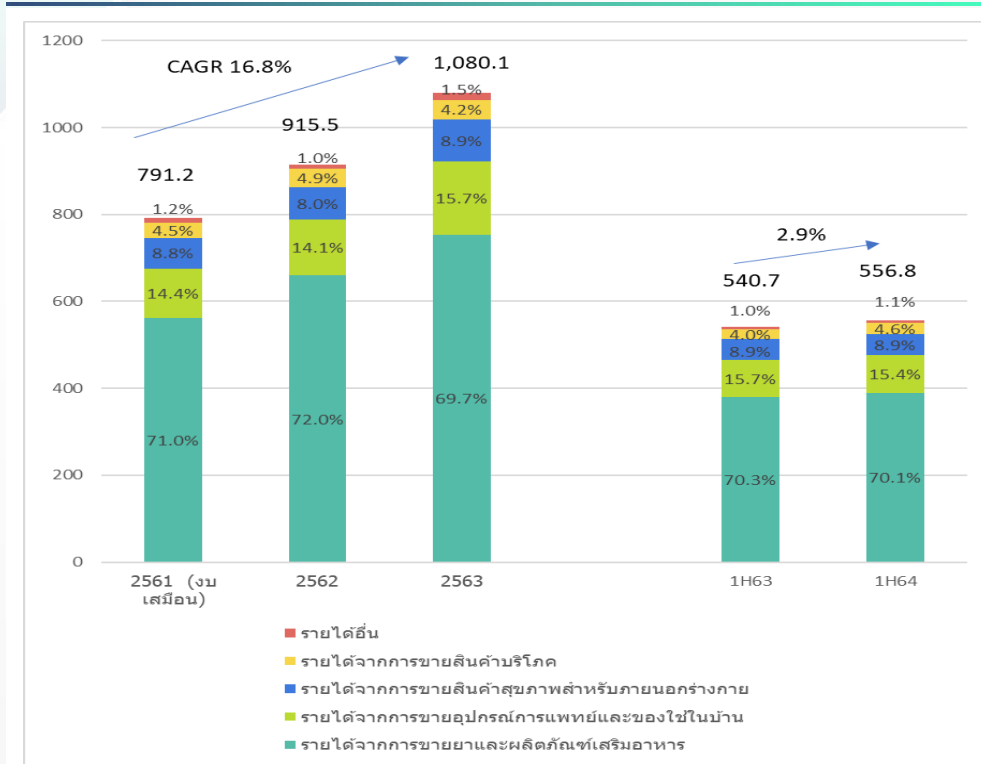
โครงสร้างกลุ่มบริษัท HL



ที่มา: หนังสือชี้ชวน HL

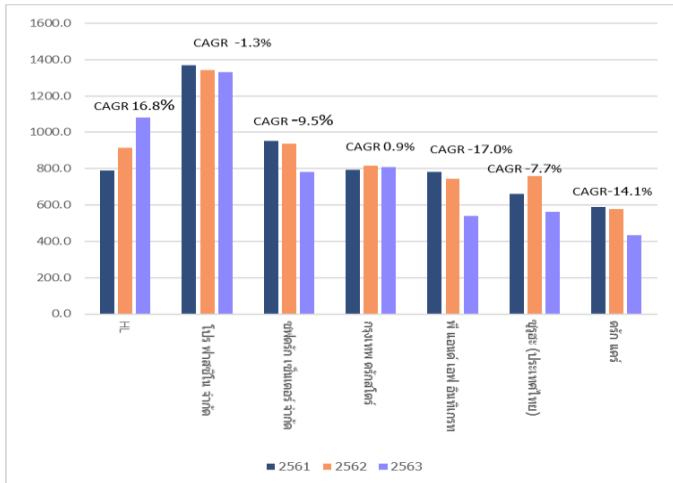
ทั้งนี้ โดยภาพรวมกลุ่มแล้วน่าจะกล่าวได้ว่าธุรกิจหลัก คือ ร้านขายยาและผลิตภัณฑ์เกี่ยวเนื่องเป็นหลัก (เนื่องจากผลิตภัณฑ์ บ. เฮลทีเนส จะถูกมาจำหน่ายผ่านสาขาบางส่วน) โดยหากพิจารณาโครงสร้างรายได้ตามลักษณะสินค้า จะพบว่า งวด 1H64 สัดส่วนรายได้ราว 70% มาจากการขายยาผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร รองมา 15.4% คือ อุปกรณ์การแพทย์ อาทิ ไม่แพ้ผู้สูงอายุ อุปกรณ์พยุงช่วยเดิน เครื่องวัดอุณหภูมิ เครื่องวัดความดันโลหิต ตามด้วย สินค้าสุขภาพสำหรับภายนอกร่างกาย เช่น สบู่ แชมพูเพื่อสุขภาพ สัดส่วนรายได้ราว 8.8% ที่เหลือ 4.5% เป็นสินค้าบริโภค เช่น นมผงเด็ก (ดังรูป)

สัดส่วนรายได้ปี 2561-63 และ 1H64 จากผลิตภัณฑ์ต่างๆ



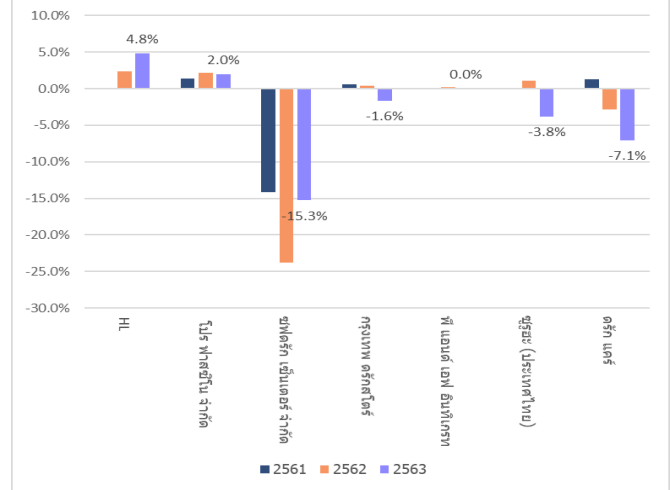
โดยหากพิจารณาการเติบโตรายได้ที่ต่อเนื่องและประสิทธิภาพกำไรในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา รวมถึงรายได้ต่อสาขาของ HL เทียบกับคู่แข่งชั้นร้านขายยา ที่มีสาขาและรายได้ใกล้เคียง กลุ่มบริษัท พบว่า HL เป็นผู้ที่มีโดดเด่นกว่าในทุกมิติทั้งการเติบโตรายได้, ประสิทธิภาพกำไร รวมถึงรายได้ต่อสาขาที่สูงสุด (ดังรูป) สะท้อนถึงจุดแข็งประสบการณ์ในธุรกิจยาวนาน 28 ปี ช่วยสร้างความสัมพันธ์ที่มีชีพหลายเออร์ยามากมายทั้ง หนุนมีสินค้าหลากหลายและครอบคลุม, ความสามารถในการเลือกทำเลที่ตั้งสาขา ซึ่งทางกลุ่มมักเน้นในพื้นที่ที่ชุมชน บวกกับ จุดแข็งการจ้างเภสัชกรพร้อมให้บริการในสาขาตลอดเวลา จากความสามารถการเข้าถึง ทรัพยากรเภสัชกรของทีมผู้บริหารส่วนใหญ่ที่อยู่ในวงการเภสัชกร รวมถึงมีการฝึกอบรม ความรู้เฉพาะทางเกี่ยวกับยาและผลิตภัณฑ์เสริมอาหารประเภทต่างๆ บวกกับ การพัฒนาระบบสมาชิกและระบบไอทีที่ช่วยวิเคราะห์ข้อมูลลูกค้าช่วยให้การขายเป็นอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงการกำหนดพื้นที่ที่ตั้งเมื่อต้องขยายสาขาในพื้นที่ใหม่ๆ โดยรวม HL จึงนับว่ามีฐานธุรกิจที่เปี่ยมไปด้วยคุณภาพ และความแข็งแกร่งธุรกิจ จึงพร้อมเติบโตไปกับโอกาสทางธุรกิจในอุตสาหกรรมที่ยังมีอีกมาก (จะกล่าวถึงในลำดับถัดไป)

รายได้ HL ปี 2561-63 vs คู่แข่งขัน



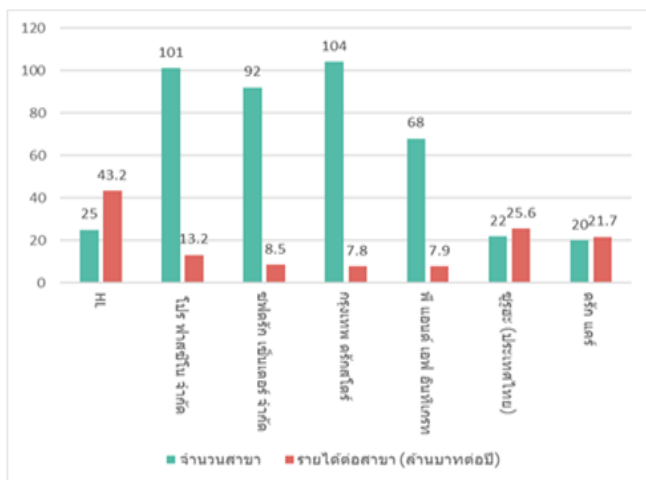
ที่มา: หนังสือชี้ชวน และ รวบรวมเพิ่มเติมโดย ASPS

Net Margin HL vs คู่แข่งขัน ปี 2561-63



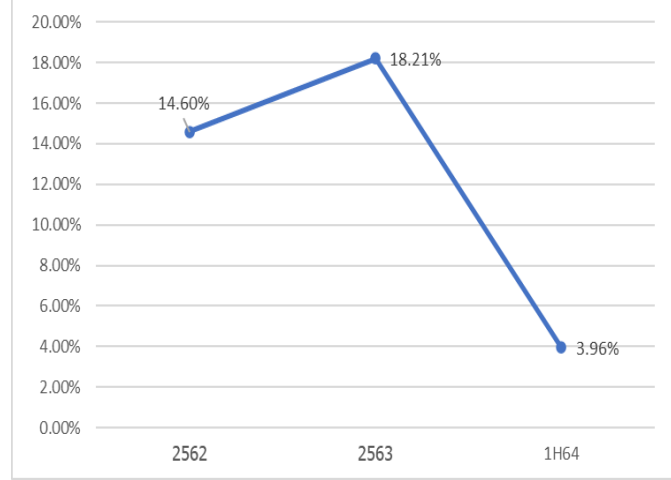
ที่มา: หนังสือชี้ชวน และ รวบรวมเพิ่มเติมโดย ASPS

รายได้ต่อสาขา HL vs คู่แข่งขันปี 2563



ที่มา: หนังสือชี้ชวน และ รวบรวมเพิ่มเติมโดย ASPS

ยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ของ HL



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

อุตสาหกรรมเติบโตต่อเนื่อง ขณะที่ยังมีช่องว่าง HL เพิ่มส่วนแบ่งตลาดได้อีกมาก

เนื่องจากธุรกิจของ HL คือ ร้านขายยา จำหน่ายยา เวชภัณฑ์ เวชสำอาง ผลิตภัณฑ์อาหารเสริม อุปกรณ์การแพทย์ ดังนั้น ภาวะอุตสาหกรรม ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจของกลุ่มบริษัท จึงได้แก่ อุตสาหกรรมยา อุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์อาหารเสริมซึ่งฝ่ายวิจัยล้วนเห็นโอกาสของ HL ในการเติบโตอีกมาก

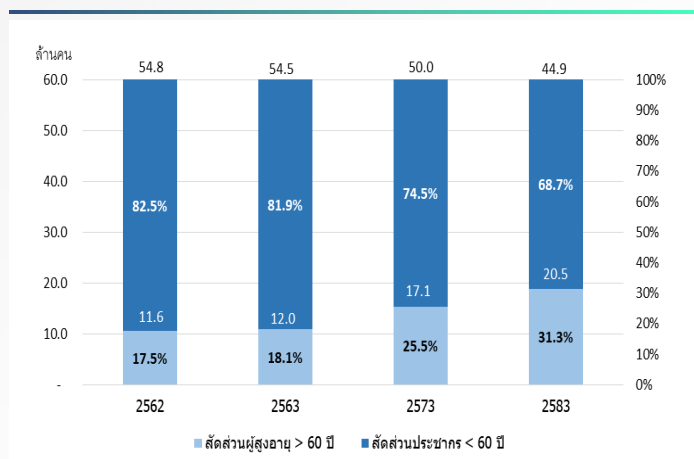
ภาวะอุตสาหกรรมยาในประเทศ อิงข้อมูลศูนย์วิจัยธนาคารกรุงศรีอยุธยา ในปี 2556-61 พบว่า ขยายตัวได้ปีละ 4.5% ส่วนปี 2562 ขยายตัว 4.2% มีมูลค่าธุรกิจราว 1.84 แสนล้าน

บาท โดยการขายยาในประเทศไทย แบ่งเป็น 2 ช่องทางหลัก คือ 1) ผ่าน รพ. คิดเป็นสัดส่วนราว 80% ที่เหลือ 20% เป็นการจำหน่ายผ่านช่องทางร้านขายยา มูลค่าราว 3.55 หมื่นล้านบาท ซึ่งปัจจุบันธุรกิจมีโอกาสเติบโตสูงขึ้นกว่าในอดีต จากปัจจัยขับเคลื่อน

- 1) การอนุญาตให้แพทย์ออกใบสั่งยาให้ผู้ป่วยมาซื้อยานอก รพ. ได้
- 2) สังคมไทยที่กำลังเข้าสู่สังคมสูงวัยอีก 1-2 ปีนี้ คือ มีผู้มีอายุเกิน 60 ปีเกิน 20%
- 3) ความนิยมระบบ Telemedicine ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเมื่อรับคำปรึกษาช่องทางดังกล่าว กลุ่มที่ต้องรับยา ภายใต้กฎหมายไทยที่กำหนดให้ต้องมีสถานพยาบาลหรือร้านขายยา เป็นจุดจ่ายยา โดยมีเภสัชกรกำกับ คาดสร้างโอกาสให้ธุรกิจร้านขายยา

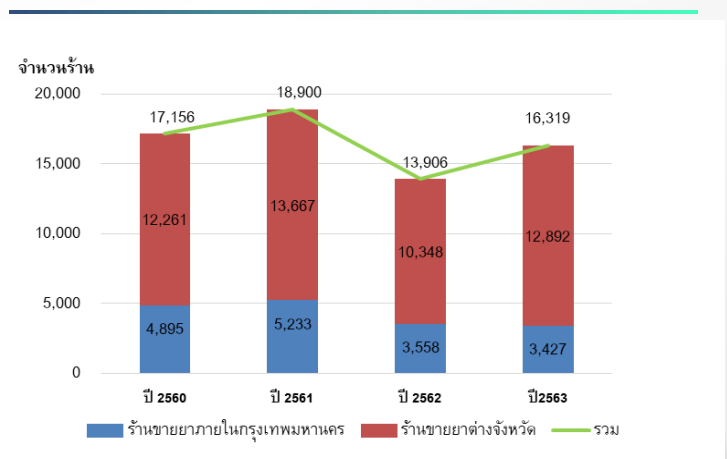
ขณะที่ปัจจัยบวกต่อร้านขายยาสมัยใหม่ยังอยู่ในเรื่องจำนวนผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมมีแนวโน้มลดลง จากการกำหนดกฎเกณฑ์กำกับธุรกิจที่มีความเข้มงวดมากขึ้น โดยเฉพาะ กรณีการประกาศใช้กฎหมายจากประกาศกระทรวงสาธารณสุข เรื่อง “การกำหนดเกี่ยวกับสถานที่ อุปกรณ์ และวิธีปฏิบัติทาง เภสัชกรรมชุมชน ในสถานที่ขายยาแผนปัจจุบันตามกฎหมายว่าด้วยยา พ.ศ. 2557” ที่กำหนดให้ร้านขายยาจำเป็นต้องมีเภสัชกรอยู่ประจำร้าน กำหนดคุณสมบัติร้านขายยาให้มีพื้นที่ขายหรือให้คำปรึกษา แนะนำการใช้ยาขนาดไม่น้อยกว่า 8 ตารางเมตร รวมถึงต้องมีพื้นที่เก็บสำรองยา เป็นสถานที่ที่สามารถควบคุมอุณหภูมิได้ และข้อกำหนดอื่นๆ ซึ่งมีระยะเวลาผ่อนผันให้ปรับปรุงเป็นเวลา 8 ปี แบ่งเป็น 3 ระยะ คือ ปรับปรุงขั้นที่ 1 ภายในสิ้นปี 2561 ขั้นที่ 2 ภายในปี 2563 และขั้นที่ 3 ภายในปี 2565

คาดการณ์สัดส่วนประชากรไทยแบ่งตามอายุ



ที่มา: สำนักงานสภาพัฒนา

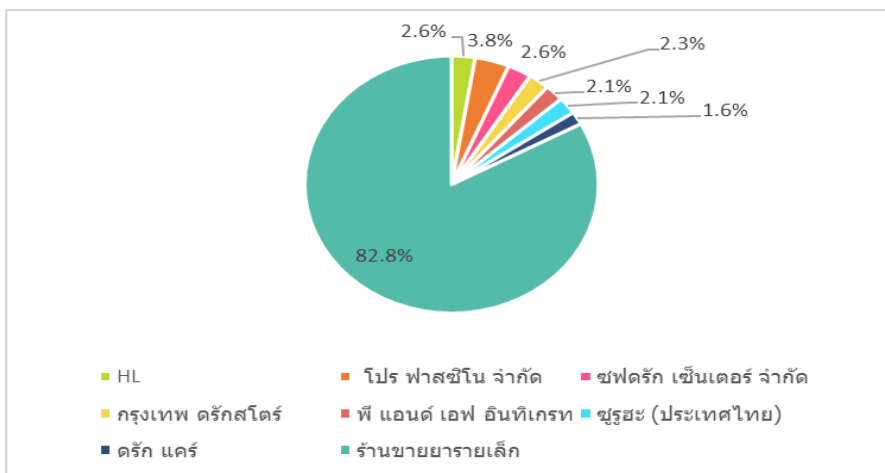
จำนวนร้านขายยาแผนปัจจุบัน (ขย.1)



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจำนวนผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมจะมีจำนวนลดน้อยลง แต่หากพิจารณาในแง่ส่วนแบ่งตลาดผู้ประกอบการรายใหญ่ HL และคู่แข่งที่ฝ่ายวิจัยนำเสนอข้างต้น จะพบว่า ยังไม่มีผู้ที่เป็นผู้นำตลาด ครอบครองส่วนแบ่งตลาดที่ชัดเจน ขณะที่ส่วนแบ่งตลาดส่วนใหญ่ยังกระจายตัว ทั้งนี้ หากอิงจุดเด่น HL เรื่องความครบของสินค้าจากความสัมพันธ์ที่มีกับซัพพลายเออร์ยาวนาน, การมีเกษตรกรให้คำปรึกษาตลอดเวลา เชื่อว่ายังมีโอกาสให้ HL ขยายตัวได้อีก

ส่วนแบ่งตลาดร้านขายยา

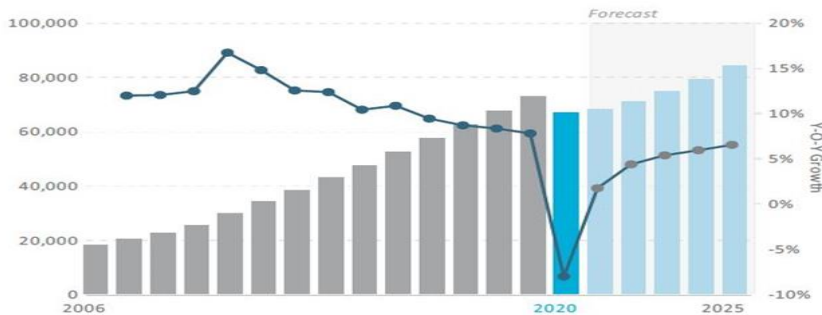


ที่มา: ประเมินโดย ASPS โดยเป็นข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทต่างๆ มิได้คำนึงถึงข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับบริษัทดังกล่าว

ส่วนอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร แม้มูลค่าธุรกิจในปี 2558-62 จะเติบโตปีละ 8.5% แต่คาดว่าจะลดลงในปี 2563 ที่ราว 8.06% มาเหลือมูลค่าราว 6.6 หมื่นล้านบาท ซึ่งเป็นผลกระทบ COVID ระยะแรกที่ประชาชนยังขาดการเตรียมพร้อมรับมือผลกระทบเศรษฐกิจ จึงหันมาลดการใช้จ่ายสินค้าไม่จำเป็นลงไปบ้าง อย่างไรก็ตาม เมื่อสถานการณ์นิ่งมากขึ้น COVID กลับกลายเป็นปัจจัยกระตุ้นให้ประชาชนเห็นความสำคัญป้องกันดูแลรักษาตัวเองมากขึ้น ผ่านการรับประทานผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร ทำให้เริ่มเห็นการฟื้นตัวเร็วตั้งแต่ปี 2564 โดยหากอิง Euromonitor คาดการณ์ ประเมินธุรกิจดังกล่าวจะกลับมาเติบโตได้ต่อเนื่องทุกปี

คาดการณ์มูลค่าตลาดวิตามินและผลิตภัณฑ์เสริมอาหารปี 2549-68

Sales of Vitamins and Dietary Supplements
Retail Value RSP - THB million - Current - 2006-2025



ที่มา: หนังสือชี้ชวน / Euromonitor

เสนอขายหุ้น IPO 72 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาท) รองรับโอกาสทางธุรกิจ

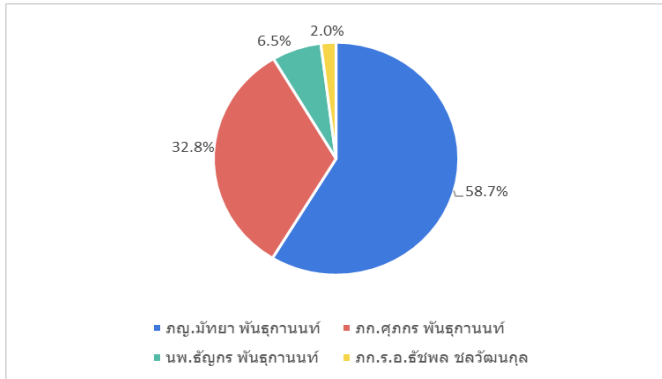
ภายใต้โอกาสเติบโตทั้งภาวะอุตสาหกรรมที่เป็นขาขึ้น รวมถึงการเพิ่มส่วนแบ่งตลาดที่ยังมีโอกาสด้านสูง ทาง HL เตรียมความพร้อมในการขยายตัว ผ่านการเพิ่มทุนจดทะเบียนใหม่เป็น 136 ล้านบาท (272 ล้านหุ้น พาร์หุ้นละ 0.5 บาท) จากเดิม 80 ล้านบาท (160 ล้านหุ้น พาร์หุ้นละ 0.5 บาท) ปัจจุบันทุนเรียกชำระแล้ว 100 ล้านบาท (200 ล้านหุ้น พาร์หุ้นละ 0.5 บาท) ส่วนทุนจดทะเบียนที่เหลือ 36 ล้านบาท แบ่งเป็นจำนวนหุ้น 72 ล้านหุ้น พาร์หุ้นละ 0.5 บาท จะแบ่งเป็นการเสนอขาย 2 ส่วน คือ 1) เสนอขายต่อกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัทฯ และบริษัทย่อย จำนวน 7.2 ล้านหุ้น และ 2) ส่วนที่เหลือ 64.8 ล้านหุ้น เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป

ทั้งนี้ โดยรวมการเพิ่มทุน IPO ครั้งนี้ จะก่อให้เกิด Dilution Effect จากการเพิ่มทุนราว 26.47% ขณะที่เงินที่ได้ มีวัตถุประสงค์การนำไปใช้ 2 ส่วนหลัก คือ

- 1) ขยายสาขาและปรับปรุงสาขา โดยการขยายสาขาเน้นพื้นที่กรุงเทพและปริมณฑล ปีละ 4-5 สาขา ส่วนการปรับปรุงสาขาจะทำอย่างสม่ำเสมอ เพื่อดึงดูดให้ลูกค้าเข้ามาใช้บริการ
- 2) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

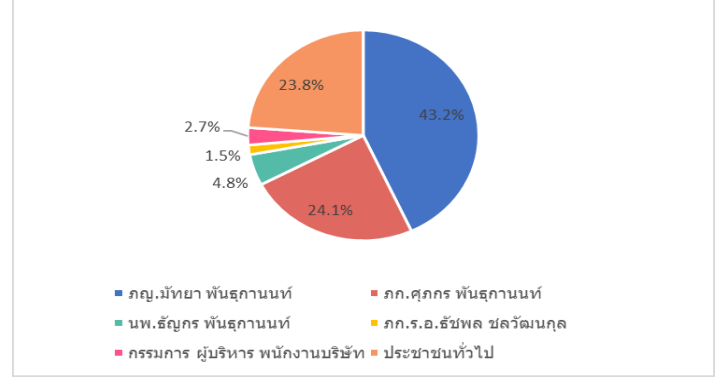
ทั้งนี้ ภายใต้หลักเกณฑ์ตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้กรรมการ และผู้บริหาร รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องที่ถือหุ้นมากกว่า 5% ของทุนชำระแล้ว ห้ามขายหุ้น (Silent Period) สัดส่วน 55% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วหลัง IPO ที่ 136 ล้านบาท (272 ล้านหุ้นที่พาร์ 0.50 บาท) คิดเป็นจำนวนหุ้นที่อยู่ใน Silent Period รวม 149.6 ล้านหุ้น

สัดส่วนการถือหุ้นก่อน IPO



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

สัดส่วนการถือหุ้นหลัง IPO



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

คาดการณ์กำไรปี 2564-66 เติบโตเฉลี่ยปีละ 36.2%

ฝ่ายวิจัยคาดว่ากำไร HL ปี 2564-66 จะเติบโตต่อเนื่องปีละ 36.2% โดยการเติบโตปี 2564 ที่ 44.8%yoy มาอยู่ที่ 75.4 ล้านบาท จะมาจากกำไร 1H64 ที่ทำได้แล้วราว 32.3 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็น 42.8% ของประมาณการ ส่วน 2H64 จะหนุนจากการเติบโตยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ที่ฝ่ายวิจัยประเมินเพิ่มขึ้นเป็น 28%yoy หนุนจากอานิสงค์ความต้องการช่วง COVID ระบาดในประเทศรุนแรงระหว่าง 3Q64 ขณะที่ 4Q64 คาดหนุนการกลับมาจับจ่ายตามปกติ ทั้งนี้ SSSG ดังกล่าวเป็นระดับที่เพิ่มขึ้นจากราว 3.96% ใน 1H64 ซึ่งมีฐานสูงจากงวด 2Q63 หนุนภาพรวมยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ทั้งปีประเมินราว 16.0% แม้สูงกว่าภาพรวมอุตสาหกรรม แต่มาจากความพร้อมด้านธุรกิจของบริษัทที่เหนือกว่าและผลบวกการขยายสาขาใหม่เพิ่มเติมอีก 3 แห่งในช่วง 3Q64-4Q64 หนุนสิ้นปีเพิ่มเป็น 27 แห่ง ขณะที่ Net Margin คาดขยายตัวเป็น 6.1% จาก 4.9% ในปี 2563 จากอัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้น ด้วยผลบวกปริมาณธุรกิจที่สูง ช่วยให้ต่อรองซัพพลายเออร์มากขึ้น และความประหยัดจากขนาดต่อต้นทุนคงที่ รวมถึง จะมีส่วนการผลักดันสินค้าตนเองภายใต้การพัฒนา บ.ยอย เฮลทีเนส ที่มีมาร์จิ้นสูงกว่าค่าเฉลี่ย

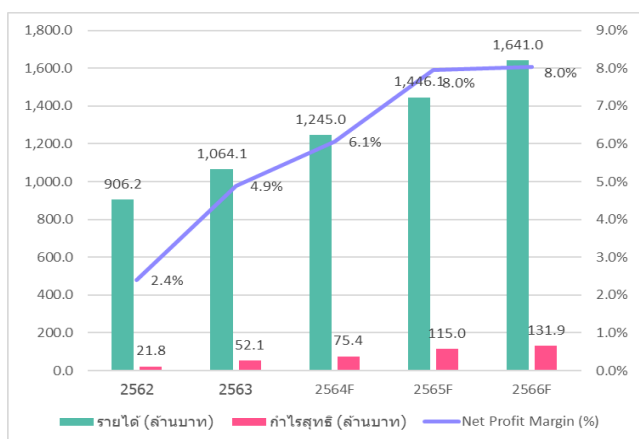
ส่วนการเติบโตกำไรในปี 2565-66 ที่ 52.4% และ 15.2% ประเมินหนุนจากรายได้เติบโตต่อเนื่องอีกเฉลี่ยปีละ 14.8% ประเมินจากยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ที่คาดเติบโตได้อีก 14% และ 12% ตามลำดับ บวกกับ การขยายสาขาอีกปีละ 4 แห่ง หลัง IPO เพิ่มเป็น 31 และ 35 สาขา สิ้นปี 2565-66 จาก 27 สาขาสิ้นปี 2564 ส่วนปัจจัยหนุนที่เหลือ คือ ประสิทธิภาพกำไรที่ขยายตัวเช่นเดียวกับปี 2564 จากผลบวกปริมาณธุรกิจที่เพิ่มมากขึ้น และการผลักดันสินค้าใหม่ๆ ต่อเนื่องทุกปีของ บ. ยอย เฮลทีเนส ประเมิน Net Margin ปี 2565-66 เพิ่มขึ้นเป็น 8.0% จาก 6.1% ในปี 2564

ทั้งนี้ ประเมินการฝ่ายวิจัยยังไม่รวมถึง Upside การใช้เงิน IPO เพื่อควมรวมกิจการร้านขายยาอื่นๆ ในตลาดที่มีบางส่วนมีโอกาสขยายกิจการจากข้อจำกัดประกอบธุรกิจ อาทิ การขาดผู้สืบทอดกิจการหรืออาจขาดแคลนเงินทุนปรับปรุงให้เป็นไปตามกฎเกณฑ์รัฐฯ

สมมติฐานในการจัดทำประมาณการกำไร

1. รายได้จากการขายในปี 2564 กำหนดเพิ่มขึ้น 17% มาอยู่ที่ 1.24 พันล้านบาท และเพิ่มอีก 16.1% ในปี 2565 เป็น 1.44 พันล้านบาท
- รายได้ปี 2564 มาจากสมมติฐานการเติบโตโดยยอดขายสาขาเดิมที่ 16% และผลบวกการเปิดสาขาใหม่ 3 แห่งตั้งแต่ปลาย 3Q64
- รายได้ปี 2565 มาจากสมมติฐานการเติบโตโดยยอดขายสาขาเดิมที่ 14% และผลบวกการเปิดสาขาใหม่ระหว่างปี 4 แห่ง
2. อัตรากำไรขั้นต้นปี 2564-65 กำหนดเพิ่มขึ้นเป็น 22.2% และ 22.85% จาก 21.9% ในปี 2563 ปี 2564 ส่วนใหญ่มาจากเป็นผลบวกการต่อรองต้นทุนกับซัพพลายเออร์ดีขึ้น และส่วนปี 2565 จะเป็นผลบวกการขายสินค้าที่พัฒนาเองภายใต้บ.ย้อย เฮลทีเนส ที่มีมาร์จิ้นสูงกว่าค่าเฉลี่ยได้ในสัดส่วนเพิ่มขึ้น ตามแผนการเปิดตัวสินค้านวัตกรรมใหม่ทุกๆปี
3. ค่าใช้จ่ายขายบริหารต่อรายได้ปี 2564-65 กำหนดปี 2564 ลดลงเหลือ 15.3% จาก 16.5% ในปี 2563 ตามความประหยัดต่อขนาดรายได้ที่เพิ่มขึ้น ส่วนปี 2565 ลดลงต่อเนื่องมาอยู่ที่ 14%
4. อัตราภาษีเงินได้ปี 2564-65 กำหนดอัตราปกติเท่าๆกันที่ 20%

รายได้และกำไรสุทธิปี 2562-66F



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

สมมติฐานสำคัญในประมาณการ

สมมติฐานในการจัดทำประมาณการ	2563	2564F	2565F	2566F
รายได้ (ล้านบาท)	1,064.1	1,245.0	1,446.1	1,641.0
อัตราเติบโต (%)	17.4%	17.0%	16.1%	13.5%
- จำนวนสาขา สิ้นงวด	25	27	31	35
- จำนวนสาขาที่เปิดสุทธิระหว่างงวด	0	2	4	4
- การเติบโตโดยยอดขายสาขาเดิม (SSSG)	18.21%	16.00%	14.00%	12.00%
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	21.9%	21.9%	22.2%	22.9%
ค่าใช้จ่ายขายบริหารต่อรายได้ (%)	16.5%	15.3%	14.0%	14.0%
อัตราภาษี (%)	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

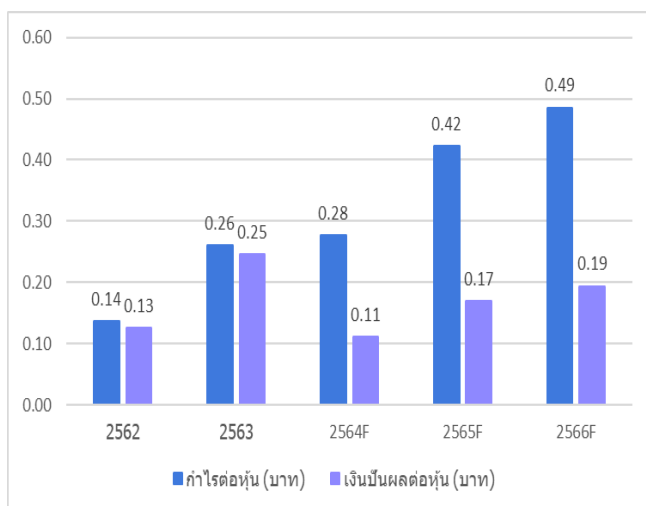


ฐานะการเงินแข็งแกร่ง หนุนคาดหวังเงินปันผลสม่ำเสมอ

ในมุมมองฐานะการเงิน HL ก่อน IPO ถือเป็นบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำ สะท้อนจาก ณ สิ้นสุดปี 2563 ที่อยู่ในระดับ 2.19 เท่า ขณะที่หนี้สินทั้งหมด 273.2 ล้านบาท ส่วนใหญ่ ราว 80% เป็นเงินทุนหมุนเวียน โดยหนี้สินส่วนใหญ่มาจากเงินทุนหมุนเวียน คือ เจ้าหนี้ การค้าและหนี้สินตามสัญญาเช่าที่มีการบันทึกเพิ่มเติม ตามมาตรฐานบัญชีสัญญาเช่า TFRS16 ใหม่ ขณะที่หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่ำเพียง 33.3 ล้านบาท และ HL มีเงินสดในมือราว 34.8 ล้านบาท ภายใต้ฐานทุน 125 ล้านบาท HL จึงมี Net Gearing เป็น Net Cash ตั้งแต่ก่อน IPO

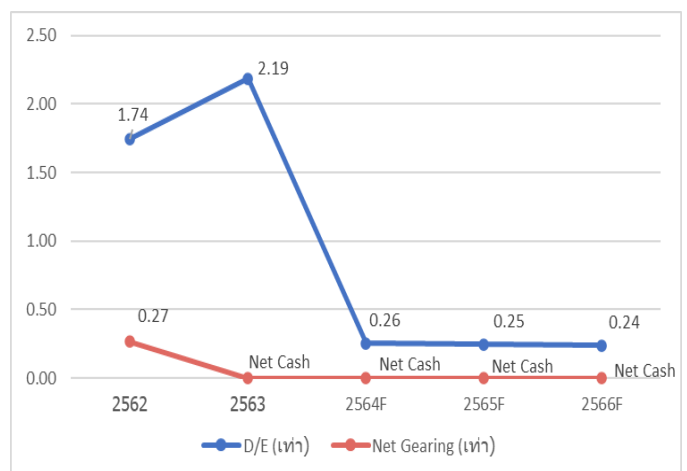
ขณะที่หลังจากได้เงิน IPO ด้วยเงินที่ได้รับและฐานทุนที่เพิ่มขึ้น คาดจะช่วยหนุนบริษัทมีความแข็งแกร่งในด้านฐานะการเงินเพิ่มขึ้น โดยคาดการณ์อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน หลัง IPO สิ้นปี 2564 จะลดลงเหลือ 0.26 เท่า ส่วนสถานะเรื่อง Net Gearing คาดจะดำรงสถานะ Net Cash ต่อเนื่องจากช่วงก่อน IPO ซึ่งส่งผลให้มีความสามารถจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอตามนโยบายที่กำหนดไว้ไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิในแต่ละปี โดยประเมินสามารถคาดหวังเงินปันผลต่อหุ้นงวดปี ดำเนินงาน 2564-66 ได้ปีละ 0.11, 0.17 และ 0.19 บาทต่อหุ้น

คาดการณ์กำไรและเงินปันผลต่อหุ้นปี 2562-66F



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

หนี้สินต่อทุนและ Net Gearing ก่อน vs หลัง IPO



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

มูลค่าพื้นฐานปี 2565 อิง DCF เทียบเท่า PER 32.4 เท่า อยู่ที่ 13.7 บาท

ฝ่ายวิจัยเลือกใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสดหรือ Discounted Cash Flow ในการประเมินมูลค่าเหมาะสมของ HL เพื่อสะท้อนศักยภาพการเติบโตระยะกลาง-ยาว ภายใต้แผนขยายสาขาเชิงรุกหลัง IPO โดยกำหนดสมมติฐานค่า Beta ที่ 0.83 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี ของอุตสาหกรรมค้าปลีกและการแพทย์ที่เป็นกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจของ HL คำนวณ Cost of Equity ได้ที่ 10.6% และกำหนด Terminal Growth ที่ 2.5% จะให้ราคาเหมาะสมปี 2565 อยู่ที่ 13.7 บาท เทียบเท่า Forward PER'65 ที่ 32.4 เท่า แม้อยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PER'65 ของ 2 ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจร้านขายยาของ HL คือ กลุ่มค้าปลีก และ กลุ่มการแพทย์ ซึ่งทั้งหมดเฉลี่ยอยู่ที่ 34.9 เท่า แต่หากไม่รวม รพ.ที่อิงลูกค้าต่างชาติ (BDMS, BH) ซึ่งไม่น่าเป็นกลุ่มลูกค้าหลักของ HL PER เฉลี่ยจะอยู่ที่ราว 33.2 เท่า ถือเป็นระดับที่ใกล้เคียงกัน

Forward PER และ growth ของหุ้นคล้าย, เกี่ยวโยงกัน

Peers	PER'65	EPS'65 growth (%)
CPALL	34.3	65%
MAKRO	39.2	75.30%
HMPRO	32.0	16.40%
DOHOME	27.0	12.80%
BJC	29.0	44.15%
CRC	39.5	Turnaround
COM7	35.3	10.10%
Average - Commerce	33.8	37.3%
BDMS	39.5	12.30%
BH	45.66	131.70%
BCH	32.5	-32.40%
CHG	30.3	-30.90%
Average - Health	36.99	20.2%
Average - Commerce+Health	34.9	30.4%
Average - Commerce+Health (ไม่รวม BH, BDMS)	33.2	20.1%
HL		52.4%

ที่มา: Bloomberg / สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

มูลค่าพื้นฐานปี 2565 ที่ Terminal growth ต่างๆ

สมมติฐาน Terminal Growth (%) คาดการณ์ EPS ปี 2565 เทียบเท่า PER'65 มูลค่าพื้นฐานปี 2565 (บาท)

1.50%	0.42	28.6	12.10
2.00%	0.42	30.3	12.80
2.50%	0.42	32.4	13.70
3.0%	0.42	35.0	14.80
3.50%	0.42	37.9	16.00

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยงในการลงทุน

- 1) การสั่งซื้อสินค้าจากผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายรายใหญ่ จำนวน 2 รายใหญ่สัดส่วนรวม 68.3% ของยอดสั่งซื้อสินค้าในช่วง 1H64 อย่างไรก็ตาม เกิดจาก 2 บริษัทดังกล่าวเป็นตัวแทนจำหน่ายของบริษัทยาและผลิตภัณฑ์เสริมอาหารส่วนใหญ่ ซึ่งตามปกติ จะมีการติดต่อกับเจ้าของผลิตภัณฑ์ที่ค่อนข้างหลากหลายโดยตรงอยู่แล้ว แต่อาจจะพึ่งแค่สั่งซื้อผ่านตัวแทนจำหน่าย กอปรกับ ที่ผ่านมา 28 ปี ทางบริษัทดำเนินธุรกิจร่วมกับตัวแทนจำหน่ายได้ดีตลอด
- 2) ความเสี่ยงการบริหารจัดการสินค้าคงคลัง กลุ่มบริษัทได้ให้ความสำคัญอย่างมากในการบริหารจัดการคลังสินค้า มีการนำเทคโนโลยีสารสนเทศเข้ามาช่วยในการควบคุมสินค้าที่เข้าหรือออกจากคลังให้เป็นไปตามรูปแบบ FIFO (First In First Out) ซึ่งพิจารณาอายุสินค้าหรือวันที่หมดอายุของสินค้าควบคู่ไปด้วย โดยระบบสารสนเทศที่กลุ่มบริษัทนำมาใช้ สามารถเชื่อมโยงข้อมูลสินค้าคงคลังที่คลังสินค้าและที่ร้านสาขา ทำให้ฝ่ายจัดซื้อสินค้าสามารถตรวจสอบปริมาณสินค้าคงคลังได้ตลอดเวลา รวมถึงมีการบริหารพื้นที่ภายในคลังสินค้าโดยการแบ่งพื้นที่จัดเก็บสินค้าให้สามารถเก็บสินค้าแต่ละชนิดได้อย่างเหมาะสมกับลักษณะของสินค้า ทำให้สามารถบริหารคลังได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ยที่ดีขึ้นตามลำดับจากเดิมที่ 74.28 วัน ในปี 2561 ลดลงเหลือ 56.47 วัน ณ สิ้นสุด 2Q64
- 3) ความเสี่ยงจากการเติบโตช่องทางออนไลน์ ในกลุ่มสินค้ายาถือว่ามีจำกัด เพราะเป็นสินค้าที่ส่งผลกระทบโดยตรงกับสุขภาพของผู้ใช้สินค้า จึงจำเป็นที่จะต้องได้คำแนะนำในการใช้สินค้าปรึกษาจากผู้มีความรู้ทางด้านเวชศาสตร์ พฤติกรรมในการเลือกซื้อสินค้าปรึกษาของผู้บริโภคจึงไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปจากเดิมที่เป็นการซื้อยาตามคำสั่งแพทย์หรือซื้อยาตามคำแนะนำของเภสัชกรผ่านร้านขายยา ในส่วนของสินค้าประเภทผลิตภัณฑ์อาหารเสริม เวชสำอาง และสินค้าอุปโภคเพื่อสุขภาพหรือสุขอนามัย ที่สามารถซื้อขายผ่านช่องทางออนไลน์ได้ กลุ่มบริษัทได้คำนึงถึงความเสี่ยงจากการเติบโตของตลาดออนไลน์ และการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภค จึงได้มีการปรับตัวโดยริเริ่มการทำการตลาดออนไลน์ ผ่าน Social Media ตามแบรนด์ร้านขายยาของกลุ่มบริษัท ทั้ง iCare Pharmax และ vitaminclub รวมทั้งการขายสินค้าผ่านแพลตฟอร์ม Shopee และ Lazada

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 ของ HL

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
รายได้จากการขายและบริการ	1,064	1,245	1,446	1,641
ต้นทุนขาย	(831)	(969)	(1,116)	(1,266)
กำไรขั้นต้น	233	276	330	375
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(175)	(191)	(202)	(229)
กำไรจากการดำเนินงาน	58	85	128	146
รายได้ (ค่าใช้จ่าย) อื่นๆ	16	14	20	23
ดอกเบี้ยจ่าย	(7)	(5)	(4)	(4)
กำไรก่อนหักภาษี	67	94	144	165
กำไร (ขาดทุน) จากรายการพิเศษ	0	0	0	0
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0	0	0	0
ภาษี	14	19	29	33
กำไรสุทธิ	52	75	115	132
กำไรปกติ	52	75	115	132
Norm EPS	0.26	0.28	0.42	0.49
ยอดขาย (YoY%)	17.4%	17.0%	16.1%	13.5%
กำไรขั้นต้น (YoY%)	27.9%	18.7%	19.5%	13.5%
กำไรสุทธิ (YoY%)	139.3%	44.8%	52.4%	14.8%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	3Q63	4Q63	1Q64	2Q64
รายได้จากการขายและบริการ	-	-	256	295
ต้นทุนขาย	-	-	(199)	(229)
กำไรขั้นต้น	-	-	57	66
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	-	-	(41)	(46)
กำไรจากการดำเนินงาน	-	-	16	20
รายได้ (ค่าใช้จ่าย) อื่นๆ	-	-	3	3
ดอกเบี้ยจ่าย	-	-	(1)	(1)
กำไรก่อนหักภาษี	-	-	18	22
กำไร (ขาดทุน) จากรายการพิเศษ	-	-	-	-
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	-	-	15	18
กำไรปกติ	-	-	15	18
Norm EPS	N/A	N/A	0.07	0.09
ยอดขาย (YoY%)	N/A	N/A	#DIV/0!	#DIV/0!
กำไรขั้นต้น (YoY%)	N/A	N/A	#DIV/0!	#DIV/0!
กำไรจากการดำเนินงาน (YoY%)	N/A	N/A	#DIV/0!	#DIV/0!

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.1	5.6	5.6	5.5
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	64.0	64.0	64.0	64.0
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	7.3	7.3	7.3	7.3
หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)	2.2	0.3	0.3	0.3
Net gearing (เท่า)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
ROE (%)	41.7%	8.5%	11.9%	12.5%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 (ต่อ) +เปิดสุทธิ

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	52	75	115	132
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	25	-	-	-
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	25	33	34	35
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(5)	(7)	(7)	(7)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	97	102	143	161
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนในที่ดิน อาคาร อุปกรณ์	(13)	(20)	(20)	(20)
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ	(1)	(0)	(0)	(0)
อื่นๆ	3	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(12)	(20)	(20)	(20)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(23)	(30)	(4)	-
จ่ายปันผล	(55)	(14)	(30)	(46)
อื่นๆ	0	677	(20)	(22)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(78)	633	(54)	(68)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	7	715	68	73
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	35	749	818	891
ลูกหนี้การค้า	14	19	23	26
สินค้าคงเหลือ	131	157	181	206
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	6	6	7	7
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์	76	86	95	105
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	137	129	120	109
สินทรัพย์รวม	398	1,147	1,243	1,343
เจ้าหนี้การค้า	108	133	153	174
เงินกู้ยืมระยะสั้น	30	4	-	-
เงินกู้ยืมระยะยาว	3	(0)	(0)	(0)
หนี้สินรวม	273	265	276	290
ทุนเรียกชำระแล้ว	100	136	136	136
ส่วนเกิน(ส่วนต่ำกว่า)มูลค่าหุ้น	-	660	660	660
กำไรสะสม	18	80	165	251
ส่วนของผู้ถือหุ้น	125	882	967	1,053
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	398	1,147	1,243	1,343
สมมติฐานหลักในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
จำนวนสาขา สิ้นสุดงวด	25.0	27.0	31.0	36.0
ยอดขายสาขาเดิม (SSSG)	18.2%	16.0%	14.0%	12.0%
จำนวนสาขาเปิดสุทธิระหว่างงวด	0.0	2.0	4.0	4.0
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	21.9%	22.2%	22.9%	22.9%
SG&A/ Sales (%)	16.5%	15.3%	14.0%	14.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส