

# Fundamental Story

**Master Style Pci (MASTER TB) - SELL, Price Bt10.80, TP Bt9.00**

Results Comment

Rata Limsuthiwanpoom | Email: rata.lim@thanachartsec.co.th

## กำไร 4Q25 อ่อนแอ

- MASTER รายงานกำไรสุทธิ 46 ลบ. โดยหากไม่รวมรายการด้อยค่า การลงทุนในบริษัทร่วม (JV) 26 ลบ. จะมีกำไรปกติ 72 ลบ. (-68% y-y, +66% q-q)
- รายได้อยู่ที่ 470 ลบ. ลดลง 26% y-y แต่เพิ่มขึ้น 5% q-q โดยความต้องการศัลยกรรมที่มีอัตรากำไรสูง (เช่น ยกคิ้ว เสริมจมูก และดูดไขมัน) อ่อนแอ ทำให้รายได้จากศัลยกรรมลดลง 35% y-y และ 2% q-q ขณะที่รายได้จากบริการอื่น (ปลูกผม และทรีตเมนต์ผิว) เติบโต 27% y-y และ 34% q-q
- กำไรขั้นต้นอยู่ที่ 256 ลบ. ลดลง 39% y-y แต่เพิ่มขึ้น 10% q-q โดยมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ 54.5% (เทียบกับ 66.0% ในปีก่อน และ 52.0% ใน 3Q25) การลดลง y-y มาจากรายได้ศัลยกรรมที่มีอัตรากำไรสูงลดลง รวมถึงต้นทุนค่าตอบแทนแพทย์และค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้น
- ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 5% y-y เป็น 180 ลบ. สาเหตุหลักมาจากค่าใช้จ่ายด้านการตลาดออนไลน์ที่สูงขึ้น หลังจากมีการบังคับใช้กฎระเบียบด้านการโฆษณาบริการสุขภาพที่เข้มงวดมากขึ้น
- ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนอยู่ที่ 13 ลบ. เพิ่มขึ้นจาก 6 ลบ. ใน 3Q25 แต่ลดลงจาก 32 ลบ. ใน 4Q24
- รายการด้อยค่า 26 ลบ. เกี่ยวกับบริษัท Twinkle Star ซึ่งเป็นธุรกิจสื่อ เนื่องจากผลการดำเนินงานต่ำกว่าที่คาดไว้
- กำไร 12M25 คิดเป็นเพียง 77% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเร ทำให้มองว่ามีความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไร

Income Statement		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	
Revenue	635	474	495	446	470	
<b>Gross profit</b>	<b>417</b>	<b>259</b>	<b>270</b>	<b>232</b>	<b>256</b>	
SG&A	171	195	199	183	180	
Operating profit	246	64	71	49	76	
<b>EBITDA</b>	<b>281</b>	<b>102</b>	<b>110</b>	<b>89</b>	<b>116</b>	
Other income	5	4	4	5	5	
Other expense	0	0	0	0	0	
Interest expense	8	8	7	7	7	
<b>Profit before tax</b>	<b>244</b>	<b>60</b>	<b>68</b>	<b>47</b>	<b>74</b>	
Income tax	49	12	14	9	15	
Equity & invest. income	32	8	(1)	6	13	
Minority interests	0	0	0	0	(0)	
Extraordinary items	0	0	0	0	(26)	
<b>Net profit</b>	<b>227</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>227</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>43</b>	<b>72</b>	
EPS (Bt)	0.75	0.18	0.17	0.14	0.15	
Normalized EPS (Bt)	0.75	0.18	0.17	0.14	0.24	

Balance Sheet		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	
Cash & ST investment	191	260	44	67	110	
A/C receivable	15	15	12	14	19	
Inventory	121	121	127	121	133	
Other current assets	20	93	96	98	105	
Investment	0	0	0	0	0	
Fixed assets	1,302	1,273	1,243	1,223	1,240	
Other assets	2,873	2,769	2,759	2,754	2,679	
<b>Total assets</b>	<b>4,520</b>	<b>4,531</b>	<b>4,280</b>	<b>4,276</b>	<b>4,286</b>	
S-T debt	164	164	201	195	180	
A/C payable	118	96	87	84	92	
Other current liabilities	193	212	152	144	143	
L-T debt	236	207	178	150	121	
Other liabilities	299	299	299	299	299	
Minority interest	0	0	0	0	0	
<b>Shareholders' equity</b>	<b>3,509</b>	<b>3,553</b>	<b>3,362</b>	<b>3,405</b>	<b>3,451</b>	
Working capital	17	40	51	51	60	
Total debt	400	371	379	344	301	
<b>Net debt</b>	<b>209</b>	<b>111</b>	<b>335</b>	<b>278</b>	<b>190</b>	

Income Statement		12M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025A	2026F	
Revenue	5	(26)	94	1,885	1,955	
<b>Gross profit</b>	<b>10</b>	<b>(39)</b>	<b>90</b>	<b>1,016</b>	<b>1,105</b>	
SG&A	(1)	5	98	757	775	
Operating profit	53	(69)	73	260	329	
<b>EBITDA</b>	<b>30</b>	<b>(59)</b>	<b>77</b>	<b>417</b>	<b>536</b>	
Other income	3	(2)	87	19	22	
Other expense						
Interest expense	(9)	(11)	99	29	22	
<b>Profit before tax</b>	<b>57</b>	<b>(70)</b>	<b>71</b>	<b>249</b>	<b>329</b>	
Income tax	56	(70)	72	50	66	
Equity & invest. income	126	(60)	247	25	16	
Minority interests						
Extraordinary items	na	na	na	(26)	0	
<b>Net profit</b>	<b>6</b>	<b>(80)</b>	<b>68</b>	<b>198</b>	<b>279</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>66</b>	<b>(68)</b>	<b>77</b>	<b>224</b>	<b>279</b>	
EPS (Bt)	6	(80)	68	0.66	0.92	
Normalized EPS (Bt)	66	(68)	77	0.74	0.92	

Financial Ratios		12M as				
(%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	
Sales grow th	17.0	1.3	(3.0)	(14.6)	(26.0)	
Operating profit grow th	28.7	(43.9)	(24.0)	(60.2)	(69.3)	
EBITDA grow th	26.8	(28.1)	(11.5)	(43.5)	(58.9)	
Norm profit grow th	38.8	(47.5)	(38.0)	(58.4)	(68.3)	
Norm EPS grow th	10.4	(47.5)	(38.0)	(58.4)	(68.3)	
Gross margin	65.8	54.5	54.5	52.0	54.5	
Operating margin	38.8	13.4	14.4	11.1	16.1	
EBITDA margin	44.2	21.5	22.2	20.0	24.6	
Norm net margin	35.7	11.8	10.7	9.7	15.3	
D/E (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
Net D/E (x)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	
Interest coverage (x)	37.4	13.1	14.7	12.2	17.3	
Interest rate	11.4	8.1	8.0	8.1	8.3	
Effective tax rate	20.2	20.1	20.0	20.1	20.1	
ROA	21.2	4.9	4.8	4.1	6.7	
ROE	26.7	6.3	6.1	5.1	8.4	

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

"บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนาชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนนโม่ธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

**หมายเหตุ:** ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)