

MASTER

Outperform

ทำ New High ตามคาด

Flash Points

- งวด 4Q67 กำไรสุทธิ 219 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 34%YoY ได้แรงหนุนจากหลายองค์ประกอบทั้งรายได้ค่าธรรมเนียมที่เพิ่มตามฤดูกาลบวกกับมีเคสผ่าตัดที่ถูกเลื่อนมาจาก 3Q67 และการรุดตลาดต่างประเทศเริ่มเห็นผลชัดเจนขึ้นเรื่อยๆ โดยเฉพาะตลาดอินโดนีเซีย นอกจากนี้ยังมีส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ
- ปี 2567 กำไรสุทธิ 522 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 25%YoY พร้อมประกาศจ่ายปันผลอีก 0.80 บาท/หุ้น กำหนดขึ้นเครื่องหมาย XD 11 มี.ค. 68

Impact Insight

- ปี 2568 คือปีแห่งการเก็บเกี่ยวผลตอบแทนการลงทุนจากหลายบริษัทที่ MASTER เข้าซื้อกิจการตลอดช่วง 2 ปีที่ผ่านมา คาดหวังส่วนแบ่งกำไรตามส่วนได้เสียจะเพิ่มขึ้นสองเท่าตัวจากปี 2567 ที่ได้รับเข้ามา 51 ล้านบาท
- รายได้ธุรกิจโรงพยาบาลปี 2568 ยังเติบโตได้ระดับ Double Digit หนุนจากรายได้ลูกค้าต่างประเทศ โดยเฉพาะอินโดนีเซีย หลังการลงนามเป็นพันธมิตรกับ Lumeo Health

Execution

- ราคาหุ้นลดลง 31% YTD จากแรง Panic Sell หลังผู้บริหารขายหุ้นให้นักลงทุนสถาบันที่ราคาต่ำกว่าราคาตลาด แต่ปัจจัยพื้นฐานของ MASTER ยังแข็งแกร่ง และสร้างผลประกอบการปี 2567 ได้ตามเป้าหมาย ให้น้ำหนักการลงทุน Outperform แต่ปรับลดราคาเหมาะสมลงเหลือ 47.00 บาท สะท้อนความเสี่ยงจากราคาหุ้นที่ผันผวนมากขึ้น



Technical Chart



แนวโน้มราคา : SIDEWAYS

แนวรับ : 24.80 บาท

แนวต้าน : 37.00/48.50 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ราคาปัจจุบัน (บาท)

31.00

Upside (%)

51.61

ราคาเป้าหมาย (บาท)

47.00

Dividend yield (%)

2.58

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	1.99	2.04	-2%
2569F	2.44	2.31	6%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Industry Peers

หุ้น	PE		PBV	
	2568F	2569F	2568F	2569F
BUMRUNGRAD HOSPI	18.96	18.46	4.67	4.17
BANGKOK DUSIT MD	21.44	19.61	3.51	3.30
BANGKOK CHAIN HO	22.89	20.67	2.63	2.54
PRARAM 9 HOSPITA	22.22	19.79	3.05	2.81
CHULARAT HOSPITA	19.46	18.32	2.91	2.69
MASTER STYLE PCL	15.50	12.94	2.60	2.35
KLINIQUE	16.77	18.88	3.38	3.52

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	2570F
กำไรสุทธิ	416	522	602	736	811
Norm Profit	416	522	602	736	811
EPS (บาท)	1.58	1.73	1.99	2.44	2.69
DPS (บาท)	0.16	0.80	0.80	1.00	1.10
PER (เท่า)	19.7	17.9	15.5	12.7	11.5
Dividend Yield (%)	0.51%	2.58%	2.58%	3.23%	3.55%
BVS (บาท)	11.33	11.63	12.83	14.47	16.15
PBV (เท่า)	2.74	2.67	2.42	2.14	1.92
EV/EBITDA	13.4	13.6	11.5	9.4	8.4

ESG Assessment

SET ESG Ratings

CG Score

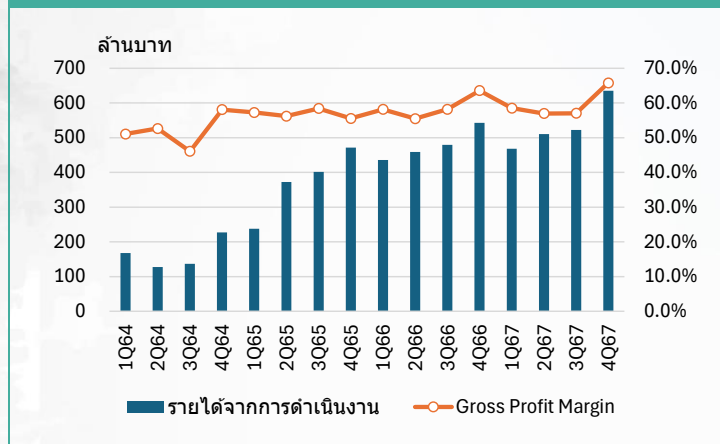
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง

ที่มา : SET

งวด 4Q67 กำไรสุทธิ 219 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 34%YoY

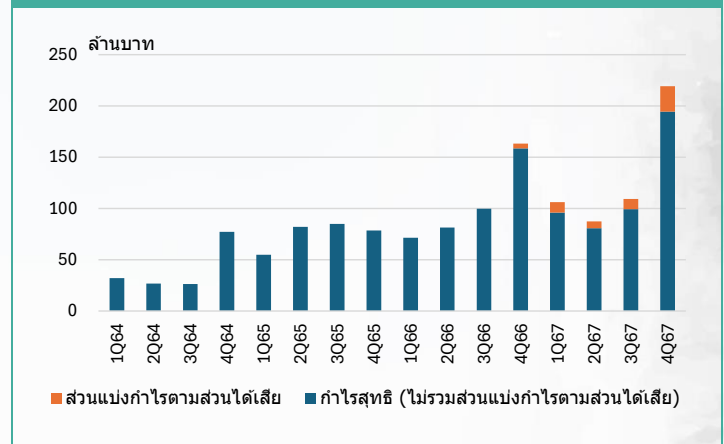
งวด 4Q67 กำไรสุทธิ 219 ล้านบาท (+100%QoQ,+34%YoY) ใกล้เคียงคาด ได้รับแรงหนุนจากรายได้ธุรกิจโรงพยาบาลที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาลเพราะเป็นช่วงเวลาที่ลูกค้านิยมเข้ามาทำศัลยกรรมเสริมความงาม บวกกับไตรมาสนี้มีเคสผ่าตัดจากลูกค้าภาคเหนือที่ถูกเลื่อนมาจากช่วง 3Q67 ที่มีเหตุการณ์น้ำท่วมใหญ่ และมีรายได้จากลูกค้าต่างชาติเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะลูกค้าอินเดีย ซึ่งส่งผลให้ MASTER มีรายได้ธุรกิจโรงพยาบาลรวม 635 ล้านบาท (+22%QoQ,+17%YoY) โดยความประหยัลดต้นทุนจากการใช้ห้องผ่าตัดเพิ่มขึ้น และการทำโปรโมชั่นส่งเสริมการขายร่วมกับแพทย์ผ่าตัด ทำให้ MASTER มีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับค่าธรรมเนียมทางการแพทย์ลดลง จึงมีอัตรากำไรขั้นต้น (Gross margin) เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 65.8% ถือเป็นอัตรากำไรขั้นต้นสูงที่สุดของปี สำหรับส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม อยู่ที่ 25 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากงวด 4Q66 ที่รับเข้ามา 4.8 ล้านบาท ส่วนใหญ่เป็นกำไรจาก กรวิน, V-Square, KIN Corporation และ S45

รายได้ธุรกิจโรงพยาบาลและอัตรากำไรขั้นต้น



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

กำไรสุทธิ และส่วนแบ่งกำไรตามส่วนได้เสีย



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

โดยรวมปี 2567 MASTER มีกำไรสุทธิ 522 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 25%YoY พร้อมประกาศจ่ายเงินปันผลอัตราหุ้นละ 0.80 บาท คิดเป็น Dividend Yield 2.58% กำหนดขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 11 มี.ค 68

Outlook ปี 2568 สดใส เติบโตจากตลาดต่างประเทศและเก็บเกี่ยวผลตอบแทนในบริษัทร่วม

ทิศทางผลประกอบการปี 2568 ยังเติบโตต่อเนื่อง ปัจจัยขับเคลื่อนหลักมาจากการขยายตลาดในต่างประเทศ โดยเฉพาะประเทศอินเดียที่มีศักยภาพการเติบโตสูงมาก หลังจาก MASTER ได้ลงนามเป็นพันธมิตรกับ Lumeo Health ซึ่งเป็นบริษัทที่ปรึกษาศัลยกรรมความงามและการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ที่ครบวงจรในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โดย Lumeo จะส่งลูกค้ามาทำศัลยกรรมความงามที่ MASTER มากขึ้นในปี ทำให้ MASTER ตั้งเป้าจะมีสัดส่วนรายได้จากลูกค้าต่างชาติจากปี 2567 ที่ 28% เพิ่มขึ้นเป็น 40-50% ในปี 2568 ขณะที่การเข้าลงทุนในบริษัทหลายแห่งตลอดช่วง 2 ปีที่ผ่านมา จะสร้างผลตอบแทนที่มากขึ้น โดยคาดหวังส่วนแบ่งกำไรตามส่วนได้เสียปี 2568 อยู่ที่ 80-100 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 2 เท่าตัวจากปี 2567 ที่ได้รับเข้ามา 51 ล้านบาท

พื้นฐานไม่เปลี่ยน แต่ความผันผวนราคาหุ้นมีมากขึ้น ส่งผลให้การประเมินมูลค่าเหมาะสมวิธี DCF ลดลงเหลือ 47.00 บาท แต่ยังให้น้ำหนักลงทุน Outperform

แม้ปัจจัยพื้นฐานของ MASTER ไม่ได้เปลี่ยนแปลง และสามารถสร้างกำไรปี 2567 ได้ตามที่ตลาดคาดหวัง รวมถึงปี Outlook ปี 2568 ที่สดใส แต่ราคาหุ้น MASTER ที่เคลื่อนไหวผันผวนมากขึ้นในช่วงหลายเดือนที่ผ่านมา ทำให้ฝ่ายวิจัยมีการปรับสมมุติฐานค่า Beta ซึ่งใช้เป็นตัวสะท้อนความเสี่ยงในการประเมินมูลค่าเหมาะสมภายใต้วิธี DCF เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ Fair Value ของ MASTER ปรับลดลงจากเดิมที่ 60.00 บาท เหลือ 47.00 บาท เทียบเท่า Implied PER 23.56 เท่า ยังให้ Upside สูงถึง 51.6% คงให้น้ำหนักลงทุน Outperform

การดำเนินการด้าน ESG ของ MASTER

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

Social (S): MASTER ดำเนินโครงการและกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมเพื่อสร้างคุณค่าร่วมกันระหว่างบริษัทกับชุมชน โดยในปี 2566 ได้บริจาคบริจาคตุ๊กตาให้กับมูลนิธิศูนย์พิทักษ์สิทธิเด็ก เพื่อส่งเสริมการพัฒนาคุณภาพชีวิต และทางด้านจิตใจให้กับเด็กกำพร้า เด็กเรื้อรัง เด็กด้อยโอกาส นอกจากนี้ได้จัดโครงการ CSR แคมเปญ “ครอบครัว 9 ปี แจก 9 เคส” งบประมาณ 10 ล้านบาท เพื่อช่วยให้ผู้ที่ได้รับคัดเลือกได้เปลี่ยนภาพลักษณ์รับลูกส์ใหม่และมีแรงบันดาลใจในการดำเนินชีวิตที่ดียิ่งขึ้น

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

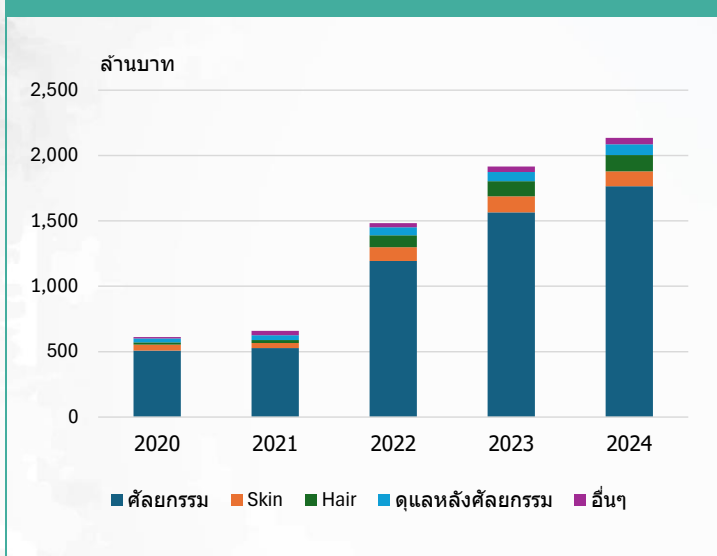
ESG Comment: MASTER ยึดเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนและนำเอา ESG มาใช้ในการทำธุรกิจ อีกทั้งยังเน้นหลักการกำกับกิจการที่ดี (CG Code 2017) เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการทำงาน และการเติบโตแบบยั่งยืนในระยะยาว

ผลประกอบการ 4Q67

Key Data (ล้านบาท)	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	QoQ (%)	YoY (%)	2567	2566	YoY (%)
ยอดขาย	459	479	543	468	510	522	635	22%	17%	2,135	1,917	11%
กำไรขั้นต้น	255	279	345	274	291	298	417	40%	21%	1,280	1,132	13%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	158	160	154	160	197	173	171	-1%	11%	702	634	11%
รายได้อื่นๆ	5	10	9	9	6	3	4	24%	-58%	21	27	-20%
ดอกเบี้ยจ่าย	-4	-4	-3	-3	-3	-4	-8	79%	122%	-18	-14	33%
กำไรปกติ	81	100	163	106	88	109	219	100%	34%	522	416	25%
กำไรสุทธิ	81	100	163	106	88	109	219	100%	34%	522	416	25%
EPS	0.34	0.42	0.62	0.40	0.29	0.36	0.83	129%	34%	1.89	1.67	13%
Gross Profit Margin (%)	55.5%	58.2%	63.6%	58.5%	57.0%	57.0%	65.8%			59.9%	59.1%	
SG&A/Sales (%)	34.3%	33.5%	28.3%	34.3%	38.6%	33.2%	27.0%			32.9%	33.1%	
Net Profit Margin (%)	17.7%	20.8%	30.1%	22.7%	17.2%	21.0%	34.5%			24.5%	21.7%	
Norm Profit Margin (%)	17.7%	20.8%	30.1%	22.7%	17.2%	21.0%	34.5%			24.5%	21.7%	

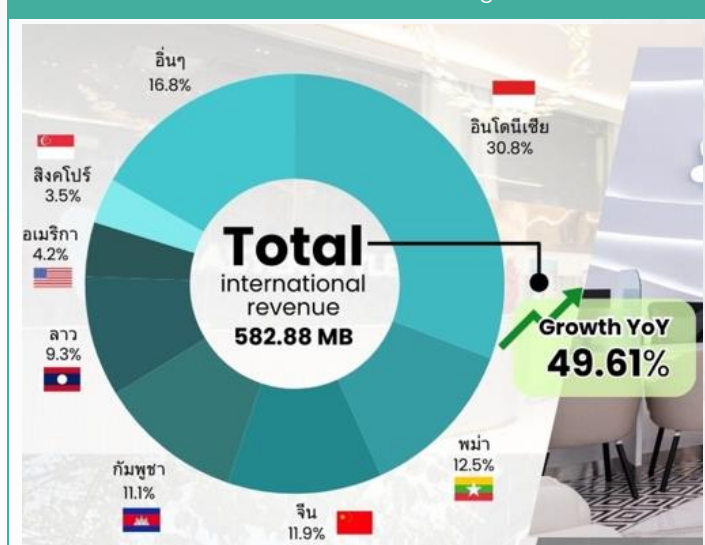
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

รายได้แยกตามการให้บริการในปี 2567



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

โครงสร้างรายได้ต่างชาติแบ่งตามสัญชาติปี 2024



ที่มา : MASTER

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ MASTER

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	2,135	2,405	2,904	3,112	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	855	975	1,203	1,280	กำไรก่อนภาษีเงินได้	638	752	920	1,014
กำไรขั้นต้น	1,280	1,430	1,701	1,832	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	702	776	913	985	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	127	164	176	189
ดอกเบี้ยจ่าย	-18	-29	-28	-27	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	0	0	0
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0	อื่นๆ	0	0	0	0
รายได้อื่น	57	103	130	162	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	-86	95	32	13
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	638	752	920	1,014	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	529	880	957	1,020
ภาษีเงินได้	-115	-150	-184	-203	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	1,126	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-370	-437	-145	-156
กำไรสุทธิ	522	602	736	811	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-1,341	-442	-296	-328
กำไรจากการดำเนินงาน	522	602	736	811	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
Norm EPS	1.73	1.99	2.44	2.69	เพิ่ม/ลด เงินกู้	399	30	-20	-20
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	0	0	0
การเติบโตของยอดขาย	11.4%	12.6%	20.8%	7.1%	ลด จ่ายปันผล	-4	-241	-241	-302
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	25.5%	15.2%	22.3%	10.2%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	376	-240	-290	-349
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	59.9%	59.5%	58.6%	58.9%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	-436	197	372	343
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	24.5%	25.0%	25.3%	26.1%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล				
	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	468	510	522	635	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	191	388	759	1,103
ต้นทุนขาย	194	220	224	217	ลูกหนี้การค้า	15	12	15	16
กำไรขั้นต้น	274	291	298	417	สินค้าคงเหลือ	121	125	151	162
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	160	197	173	171	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	20	24	29	31
ดอกเบี้ยจ่าย	-3	-3	-4	-8	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	1,302	1,575	1,544	1,511
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0	สินทรัพย์รวม	4,520	5,012	5,552	6,068
รายได้อื่น	9	6	3	4	เจ้าหนี้การค้า	118	216	261	280
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	130	105	134	269	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	3	2	3	3
ภาษีเงินได้	23	18	25	49	หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	166	146	126	106
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0	หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	528	578	578	578
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0	หนี้สินรวม	1,011	1,142	1,187	1,195
กำไรสุทธิ	106	88	109	219	ทุนที่ชำระแล้ว	302	302	302	302
กำไรจากการดำเนินงาน	106	88	109	219	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,305	2,305	2,305	2,305
EPS	0.40	0.29	0.36	0.73	กำไรสะสม	872	1,233	1,727	2,237
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	3,509	3,870	4,364	4,874
ยอดขาย (QoQ)	-13.7%	9.0%	2.3%	21.6%	ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
กำไรขั้นต้น (QoQ)	-20.6%	6.1%	2.4%	40.2%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	4,520	5,012	5,552	6,068
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	-35.0%	-17.6%	24.9%	100.5%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการคำนวณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.73	0.99	1.58	2.15	จำนวนห้องผ่าตัด	17	17	25	25
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.43	0.72	1.28	1.83	จำนวนชั่วโมงให้บริการเฉลี่ย (ชั่วโมง/วัน/ห้อง)	8	9	8	8
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	145.03	200.00	200.00	200.00	จำนวนชั่วโมงให้บริการ (ชั่วโมง/ปี)	51,601	56,962	71,175	73,365
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	7.09	7.80	7.96	7.91	กำลังการให้บริการสูงสุด (ชั่วโมง/ปี)	74,460	74,460	109,500	109,500
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	18.03	11.11	11.11	11.11	อัตราการให้บริการ	69%	77%	65%	67%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.29	0.30	0.27	0.25	รายได้จากการดำเนินงาน	1,766	1,977	2,421	2,570
Net Gearing	0.14	0.09	net cash	net cash	Gross margin	59.9%	59.5%	58.6%	58.9%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	12.8%	12.6%	13.9%	14.0%	SG&A/Sale	32.9%	32.3%	31.4%	31.6%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	16.1%	16.3%	17.9%	17.6%	Effective tax rate	18.1%	20.0%	20.0%	20.0%

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส