



FUNDAMENTAL

BH

Outperform

กำไร 3Q68 ดีใกล้เคียงคาด

Flash Points

- BH รายงานผลประกอบการ 3Q68 มีกำไรสุทธิ 2,035 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 4.1%YoY และ 9.5%QoQ ใกล้เคียงคาด สนับสนุนจากรายได้ sw.ที่เพิ่มขึ้น 1.7%YoY และ 8.1%QoQ โดยมาจากรายได้ผู้ป่วยต่างชาติที่เพิ่มขึ้น 3.5%YoY หลักจากการเติบโตของผู้ป่วย ตะวันออกกลาง +9.9%, เมียนมาร์ +21.2% และบังคลาเทศ +31.2% ขณะที่รายได้ผู้ป่วย คนไทยปรับลดลง 1.7%YoY เนื่องจากฐานโรคระบาดที่สูงมากในช่วงเดียวกันปีก่อน และ แรงกดดันจากภาวะเศรษฐกิจในประเทศ
- ด้านอัตรากำไรขั้นต้นดีกว่าคาดเล็กน้อยอยู่ที่ 52.9% ปรับตัวดีขึ้นจาก 51.6% ใน 3Q67 และ 52.3% ใน 2Q68 สอดคล้องกับความรุนแรงของโรคที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ SG&A/Sales อยู่ที่ 16.3% เพิ่มขึ้นจาก 15.7% ใน 3Q67 และ 16.0% ใน 2Q68 จากการปรับขึ้น เงินเดือนพนักงานประมาณ 4% ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ค. เป็นต้นมา สำหรับอัตรากำไรจ่ายอยู่ที่ 18.5% แม้อลดลงจาก 19.3% ใน 2Q68 แต่เพิ่มขึ้นจาก 17.7% ใน 3Q67 ตามสิทธิประโยชน์ทางภาษี BOI ที่ลดลงตามการเปลี่ยนแปลงนโยบายด้านการส่งเสริมการลงทุน

Impact Insight

- ผลกำไรงวด 9M68 คิดเป็น 74% ของประมาณการกำไรทั้งปี แนวโน้ม 4Q68 คาดกำไร ทรึงตัว YoY จากอัตรากำไรจ่ายที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นผลจากการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี BOI ลดลง คล้ายกับไตรมาสก่อนหน้า และอาจย่อตัวเล็กน้อย QoQ จากปัจจัยฤดูกาล โดยเฉพาะในเดือน ธ.ค.ซึ่งตรงกับช่วงวันหยุดยาว ส่งผลให้ผู้ป่วยทั้งชาวไทยและต่างชาติ ส่วนใหญ่ชะลอเข้าใช้บริการ
- ฝ่ายวิจัยคงประมาณการกำไรทั้งปี 7,582 ล้านบาท ลดลง 2.5%YoY แต่ปรับสมมติฐาน รายได้ sw.ลดลงเล็กน้อยเพื่อสะท้อนรายได้งวด 3Q68 ที่เติบโตน้อยกว่าคาด และต่ำกว่า มุมมองผู้บริหารที่ประเมินไว้ก่อนหน้านี้จะเติบโต 3-5%YoY แต่จะได้รับชดเชยจากอัตรา กำไรขั้นต้นที่ทำได้ดีกว่าคาดจากการรักษาโรคซับซ้อน ซึ่งมีมาร์จิ้นสูง

Execution

- ฝ่ายวิจัยมีมุมมองเชิงบวกต่อการฟื้นตัวของผลประกอบการ ซึ่ง 3Q68 นับเป็นไตรมาสแรกในรอบ 3 ไตรมาสที่ทำกำไรกลับมาเติบโตได้ YoY อีกทั้งความคาดหวังเชิงบวกต่อกลุ่มผู้ป่วยรัฐสวัสดิการดูแลที่มีโอกาสกลับมา ซึ่งจะเป็น Upside ต่อประมาณการกำไรในปีหน้า คงน้ำหนักการลงทุน Outperform ประเมินราคาเหมาะสมที่ 69 จิง DCF อยู่ที่ 225.00 บาท

Technical Chart



แนวโน้มราคา : SIDEWAYS

แนวรับ : 157.50/165.00 บาท

แนวต้าน : 191.00 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

จัดทำโดย : ประสิทธิ์ รัตนกิจมงคล CFA,CISA
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

หทัยชนก มูลวงศ์
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 064324

ราคาปัจจุบัน (บาท)	177.50
ราคาเป้าหมาย (บาท)	225.00
Upside (%)	26.76
Dividend yield (%)	2.87

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	9.53	9.36	2%
2569F	9.86	9.61	3%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Global Peers

หุ้น	PE		PBV	
	2568F	2569F	2568F	2569F
BUMRUNGRAD HOSPI	19.42	18.67	4.56	4.07
BANGKOK DUSIT MD	18.34	17.18	2.87	2.74
BANGKOK CHAIN HO	17.91	16.33	1.90	1.81
PRARAM 9 HOSPITA	20.43	18.44	2.88	2.64
CHULARAT HOSPITA	16.06	14.66	2.07	2.01
MASTER STYLE PCL	10.56	9.32	0.82	0.78
KLINIQUE	14.94	13.54	3.07	3.00

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	25,296	25,634	25,197	26,023	26,871
กำไรสุทธิ	7,006	7,775	7,582	7,846	8,090
Norm Profit	7,006	7,775	7,582	7,846	8,090
EPS (บาท)	8.80	9.77	9.53	9.86	10.17
DPS (บาท)	4.50	5.00	5.04	5.10	5.28
PER (เท่า)	20.2	18.2	18.6	18.0	17.5
Dividend Yield (%)	2.54%	2.82%	2.84%	2.87%	2.97%
BVS (บาท)	29.91	34.54	39.03	43.81	48.44
PBV (เท่า)	5.93	5.14	4.55	4.05	3.66
EV/EBITDA	14.3	13.5	13.2	12.4	11.6
ROE (%)	29.1%	28.0%	24.1%	22.2%	20.7%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ESG Assessment

SET ESG Ratings	-
CG Score	ดีมาก
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง	-

ที่มา : SET

คำเตือน

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล และทำความเข้าใจ ลักษณะสินค้า เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยง ก่อนตัดสินใจลงทุน

ESG

Environment (E)

- ในปี 2567 BH มีปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อรายได้ลดลงร้อยละ 0.1 เมื่อเทียบกับฐาน 2566, ปริมาณการใช้ไฟฟ้าต่อรายได้ลดลงร้อยละ 1.2 จากการรณรงค์ประหยัดไฟ หรือ ติดตั้ง Solar Cell บนหลังคา sw. ขณะที่ปริมาณขยะต่อรายได้เพิ่มขึ้นร้อยละ 16.2 และปริมาณการใช้น้ำต่อรายได้เพิ่มขึ้นร้อยละ 4.2

Social (S)

- มีการอบรมให้ความรู้กับพนักงานเฉลี่ยที่ 59 ชั่วโมงต่อคน/ปีสูงกว่าเป้าที่ตั้งไว้ และยังคงได้รับรางวัลเกียรติยศสูงสุดในการเป็นสถานประกอบการดีเด่น ด้านแรงงานสัมพันธ์และสวัสดิการแรงงาน ปี 2567 ต่อเนื่องติดต่อกันเป็นปีที่ 16 รวมถึงได้สนับสนุนการจ้างงานผู้พิการกว่า 44 คน คิดเป็นร้อยละ 0.98 ของจำนวนพนักงานทั้งหมด, รับนักศึกษาฝึกงาน 172 คนจากสถาบันการศึกษากว่า 38 แห่งทั่วประเทศ และผ่านโครงการ CSR ต่างๆ ได้แก่ ฟ้าตัดเด็กที่มีภาวะหัวใจพิการแต่กำเนิดผู้ด้อยโอกาสตามมูลนิธิเด็กโรคหัวใจที่ส่งมาร้อยละ 100, ออกหน่วยแพทย์อาสาไปตามแหล่งชุมชนกว่า 27 แห่ง เป็นต้น

Governance (G)

- BH ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Rating) ในระดับดีเลิศ (4 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

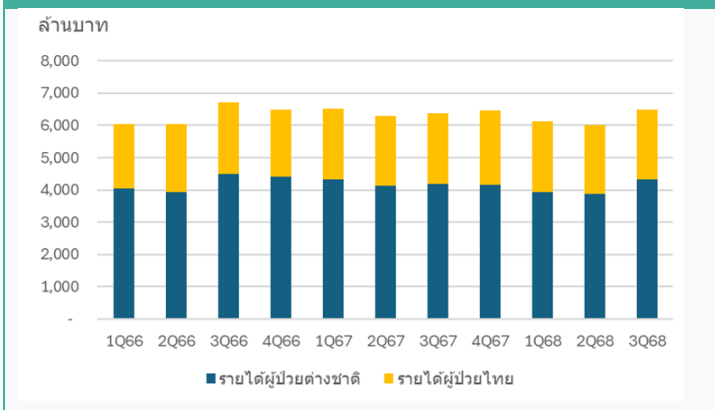
ESG Comment: BH ให้ความสำคัญกับการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทและผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม ตลอดจนรักษาความสามารถในการแข่งขันช่วยให้องค์กรเกิดการพัฒนาศักยภาพการยกระดับมาตรฐานที่มีความปลอดภัยและสิ่งที่ดีที่สุดในกับลูกค้าคาดหวังให้ได้รับการสนับสนุนต่อเนื่องทั้งจากกลุ่มนักลงทุนที่สนใจด้าน ESG และภาครัฐที่ต้องการผลักดันให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางสุขภาพนานาชาติ (Medical Hub)

ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

Key Data (ล้านบาท)	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68	2Q68	3Q68	QoQ (%)	YoY (%)	9M67	9M68	YoY (%)
ยอดขาย	6,516	6,282	6,384	6,452	6,120	6,005	6,492	8%	2%	19,182	18,617	-3%
กำไรขั้นต้น	3,370	3,274	3,294	3,193	3,080	3,141	3,431	9%	4%	9,938	9,653	-3%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	1,020	1,007	1,003	1,142	1,084	961	1,056	10%	5%	3,029	3,101	2%
รายได้อื่นๆ	50	48	63	67	166	86	97	13%	55%	161	349	117%
ดอกเบี้ยจ่าย	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-1	-60%	-58%	-6	-5	-18%
กำไรปกติ	1,975	1,937	1,990	1,896	1,736	1,855	2,038	10%	2%	5,901	5,628	-5%
กำไรสุทธิ	1,985	1,932	1,955	1,903	1,734	1,858	2,035	10%	4%	5,872	5,626	-4%
EPS	2.50	2.43	2.46	2.39	2.18	2.34	2.56	10%	4%	7.39	7.08	-4%
Gross Profit Margin (%)	51.7%	52.1%	51.6%	49.5%	50.3%	52.3%	52.9%			51.8%	51.8%	
SG&A/Sales (%)	15.7%	16.0%	15.7%	17.7%	17.7%	16.0%	16.3%			15.8%	16.7%	
Net Profit Margin (%)	30.5%	30.8%	30.6%	29.5%	28.3%	30.9%	31.3%			30.6%	30.2%	
Norm Profit Margin (%)	30.3%	30.8%	31.2%	29.4%	28.4%	30.9%	31.4%			30.8%	30.2%	

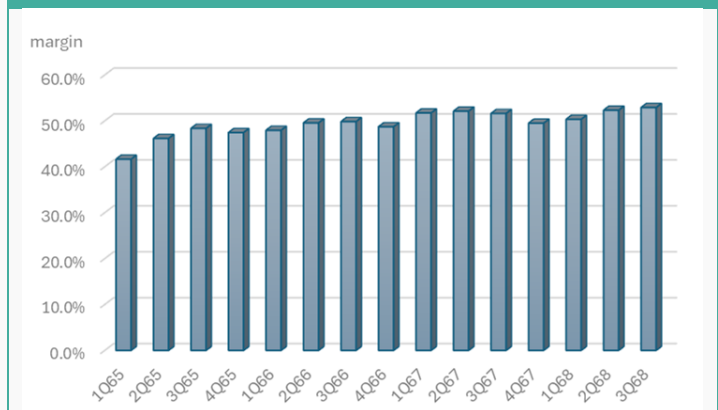
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

สัดส่วนรายได้ sw. แยกตามสัญชาติ



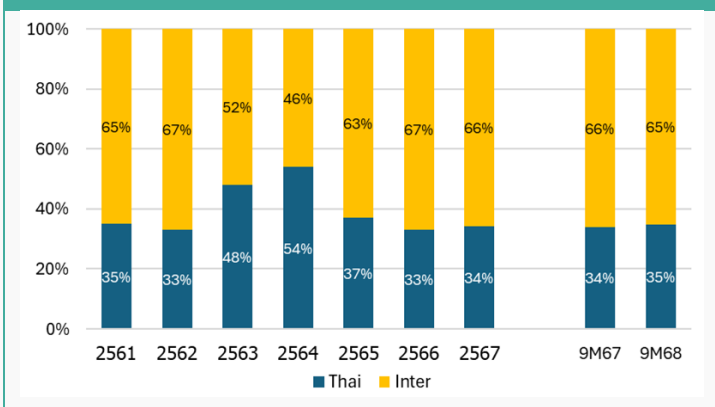
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

GROSS MARGIN



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

โครงสร้างรายได้แบ่งตามสัญชาติ



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยง

1. ความเสี่ยงจากการลดลงของคนไข้ต่างชาติ ส่งผลต่อรายได้ธุรกิจ sw. & มาร์จิ้นของบริษัท
2. ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์
3. การแข่งขันของธุรกิจ sw.เอกชน
4. ความเสี่ยงจากโรคระบาด/ภัยพิบัติธรรมชาติ เช่น น้ำท่วม แผ่นดินไหว ทำให้คนชะลอค่าใช้จ่าย sw.
5. การเปลี่ยนแปลงกรมธรรม์ประกันสุขภาพ เช่น Co-payment กระทบกลุ่มลูกค้าประกันช่วงสั้นๆ

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ BH

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	25,862	25,422	26,254	27,110
ต้นทุนขาย	12,503	12,120	12,426	12,777
กำไรขั้นต้น	13,359	13,302	13,828	14,333
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	4,171	4,195	4,385	4,587
ดอกเบี้ยจ่าย	-8	-8	-8	-8
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	279	289	289	289
กำไรสุทธิก่อนภาษี	9,436	9,378	9,713	10,015
ภาษีเงินได้	-1,604	-1,735	-1,797	-1,853
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	57	61	70	72
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0
กำไรสุทธิ	7,775	7,582	7,846	8,090
กำไรจากการดำเนินงาน	7,775	7,582	7,846	8,090
Norm EPS	9.77	9.53	9.86	10.17
การเติบโตของยอดขาย	1.1%	-1.7%	3.3%	3.3%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	11.0%	-2.5%	3.5%	3.1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	51.7%	52.3%	52.7%	52.9%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	30.1%	29.8%	29.9%	29.8%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	4Q67	1Q68	2Q68	3Q68
ยอดขาย	6,452	6,120	6,005	6,492
ต้นทุนขาย	3,259	3,040	2,864	3,061
กำไรขั้นต้น	3,193	3,080	3,141	3,431
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,142	1,084	961	1,056
ดอกเบี้ยจ่าย	-2	-2	-2	-1
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	67	88	96	90
กำไรสุทธิก่อนภาษี	2,189	2,144	2,328	2,511
ภาษีเงินได้	279	400	449	464
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	7	10	22	12
รายการพิเศษอื่น ๆ	7	-2	3	-3
กำไรสุทธิ	1,903	1,734	1,858	2,035
กำไรจากการดำเนินงาน	1,896	1,736	1,855	2,038
EPS	2.39	2.18	2.34	2.56
ยอดขาย (QoQ)	1.1%	-5.1%	-1.9%	8.1%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	-3.1%	-3.5%	2.0%	9.2%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	-4.7%	-8.5%	6.9%	9.9%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	4.37	3.98	4.75	5.58
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	1.89	1.68	2.39	3.15
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	6.44	5.56	5.56	5.56
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	35.13	24.05	23.88	23.78
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	22.31	18.18	18.18	18.18
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.17	0.17	0.16	0.14
Net Gearing	net cash	net cash	net cash	net cash
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	25.1%	21.8%	20.2%	18.9%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	30.0%	25.6%	23.5%	21.8%

งบกระแสเงินสด

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	9,436	9,378	9,713	10,015
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	1,077	1,402	1,510	1,590
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	0	0	0
อื่นๆ	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	170	-73	-79	-81
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	8,671	8,690	9,065	9,390
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-4,703	-500	-500	-500
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-118	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-1,216	-4,864	-1,631	-1,200
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-4,985	-5,074	-1,841	-1,410
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	-39	0	0	0
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	0	0	0
ลด จ่ายปันผล	-4,101	-3,979	-4,011	-4,058
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	-4,224	-4,017	-4,049	-4,417
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	-515	-401	3,175	3,563

งบดุล

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	3,259	2,859	6,034	9,597
ลูกหนี้การค้า	3,982	4,536	4,684	4,837
สินค้าคงเหลือ	356	504	520	537
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	151	63	65	67
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	12,632	16,094	16,215	15,825
สินทรัพย์รวม	32,653	36,850	40,819	44,668
เจ้าหนี้การค้า	1,149	1,386	1,431	1,478
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	216	202	208	215
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	37	37	37	37
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	102	102	102	102
หนี้สินรวม	4,852	5,415	5,508	5,604
ทุนที่ชำระแล้ว	922	922	922	922
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	450	450	450	450
กำไรสะสม	26,074	29,647	33,452	37,454
ส่วนของผู้ถือหุ้น	27,488	31,061	34,866	38,547
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	313	374	444	516
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	32,653	36,850	40,819	44,668

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
จำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการ	538	564	564	564
รายได้ต่อเตียง (บาท/เตียง)	95,914	98,312	100,770	103,289
รายได้ผู้ป่วยใน (ล้านบาท)	12,818	12,851	13,173	13,502
จำนวนผู้ป่วยนอกเฉลี่ยต่อวัน (คน)	2,818	2,695	2,750	2,805
ค่าใช้จ่ายบริการต่อผู้ป่วยนอกเฉลี่ย (บาท/คน)	12,427	12,551	12,802	13,058
รายได้ผู้ป่วยนอก (ล้านบาท)	12,817	12,346	12,850	13,369
Gross margin	51.2%	51.9%	52.3%	52.5%
SG&A/Sale	16.3%	16.7%	16.9%	17.1%
Effective tax rate	17.0%	18.5%	18.5%	18.5%

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส