



SYNOPSIS

MASTER

Underperform

ทำไมต่ำกว่าคาดจากส่วนแบ่งกำไร Partner

Flash Points

- MASTER รายงานผลประกอบการ 3Q68 มีกำไรสุทธิ 43 ล้านบาท หดตัว 58.4%YoY และ 17.8%QoQ ต่ำกว่าคาด 5 ล้านบาท มาจากส่วนแบ่งกำไร Partner ที่ทำได้มากกว่า คาดที่ 6 ล้านบาท ไกลเคียงปีก่อน ซึ่งดีขึ้นเทียบกับ 2Q68 ที่มีส่วนแบ่งขาดทุน 1 ล้านบาท ขณะที่ SG&A/S ยังอยู่ในระดับสูงที่ 40.9% เพิ่มขึ้นจาก 33.2% ใน 3Q67 และ 40.2% ใน 2Q68 จากการปรับกลยุทธ์ตลาดใหม่ และค่าใช้จ่ายด้านการโฆษณาที่เพิ่มขึ้น
- รายได้ต่ำคาดอยู่ที่เพียง 446 ล้านบาท ลดลง 14.6%YoY และ 9.9%QoQ เกิดจากคู่แข่ง sw.ใหม่ ที่ใช้กลยุทธ์ลดราคาในกลุ่มหัตถการยกคิ้ว, ดึงหน้า-ดึงคอ, ดูดไขมัน ทำให้ MASTER ต้องลดราคาตาม อีกทั้งเหตุการณ์หลุมยุบฯ ซึ่งห่างจาก sw. 500 เมตร เป็นผลให้ลูกค้ายกเลิกเคสผ่าตัด-ปรึกษาแพทย์ลดลง เนื่องจากไม่สะดวกด้านการเดินทาง และการหายไปของลูกค้ายกคิ้วบูชา ซึ่งคิดเป็น 3% ของรายได้ sw. แม้สถานการณ์คลี่คลายลง แต่ลูกค้ายังกังวลถึงความปลอดภัยในการเดินทางและมีบางส่วนหันไปใช้บริการที่เวียดนามและเกาหลีใต้มากขึ้น แม้ลูกค้าอินเดีย เพิ่มขึ้น และจีนที่เริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ ก.ค. เป็นต้นมา แต่ยังไม่สามารถชดเชยได้ทั้งหมด กดดันอัตรากำไรขั้นต้นหดตัวที่ 52.0% จาก 57.0% ใน 3Q67 และ 54.5% ใน 2Q68 จากการแข่งขันด้านราคา และจาก Product Mix

Impact Insight

- ผลกำไรงวด 9M68 คิดเป็น 73% ของประมาณการทั้งปี แนวโน้ม 4Q68 คาดกำไรฟื้นตัวได้เล็กน้อย QoQ จากปัจจัยฤดูกาล โดยเฉพาะเดือน ธ.ค. ซึ่งมีวันหยุดยาวต่อเนื่อง, เคสที่เลื่อนการผ่าตัดก่อนหน้าจากเหตุการณ์หลุมยุบฯทยอยกลับเข้ารับบริการ และลูกค้าไทยที่อาศัยหรือทำงานในต่างประเทศ ซึ่งมักเดินทางกลับมาเยี่ยมครอบครัวช่วงสิ้นปี ถือเป็นโอกาสเข้ารับบริการกับ MASTER เป็นประจำทุกปี โดยคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 20% ของลูกค้าคนไทยทั้งหมด รวมถึงลูกค้าอินเดีย, จีน ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เทียบ YoY ยังชะลอตัวจากปัจจัยกดดันด้านการแข่งขันราคาที่มีอิทธิพลรุนแรง, การหายไปของรายได้ลูกค้ายกคิ้วบูชา ซึ่งเริ่มเห็นผลกระทบชัดเจนในช่วงเดือน ก.ย. 68

Execution

- ปรับใช้ราคาเหมาะสมปี 69 อิง DCF อยู่ที่ 13.50 บาท แม้มี Upside 48% จากราคาหุ้นที่ปรับลงก่อนหน้านี้ แต่คาดผลตอบแทนจากการลงทุนช่วงสั้นยังไม่สามารถชนะตลาดได้ คงน้ำหนักการลงทุน "Underperform"

Technical Chart



แนวโน้มราคา : SIDEWAYS DOWN

แนวรับ : 8.50 บาท

แนวต้าน : 10.00 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

ราคาปัจจุบัน (บาท)	9.10
ราคาเป้าหมาย (บาท)	13.50
Upside (%)	48.35
Dividend yield (%)	8.79

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	0.69	0.86	-20%
2569F	0.80	1.02	-22%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

Global Peers

หุ้น	PE		PBV	
	2568F	2569F	2568F	2569F
BUMRUNGRAD HOSPI	19.64	18.93	4.62	4.13
BANGKOK DUSIT MD	18.05	16.91	2.82	2.70
BANGKOK CHAIN HO	18.47	16.80	1.96	1.86
PRARAM 9 HOSPITA	19.85	17.89	2.78	2.56
CHULARAT HOSPITA	15.73	14.66	2.07	2.01
MASTER STYLE PCL	9.75	8.61	0.75	0.72
KLINIQUE	15.12	13.70	3.11	3.03

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญ ทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2566	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	1,917	2,135	1,921	2,064	2,217
กำไรสุทธิ	416	522	208	242	274
Norm Profit	416	522	208	242	274
EPS (บาท)	1.58	1.73	0.69	0.80	0.91
DPS (บาท)	0.16	0.80	0.70	0.80	0.90
PER (เท่า)	5.8	5.3	13.2	11.3	10.0
Dividend Yield (%)	1.74%	8.79%	7.69%	8.79%	9.89%
BVS (บาท)	11.33	11.63	11.52	11.63	11.73
PBV (เท่า)	0.80	0.78	0.79	0.78	0.78
EV/EBITDA	3.5	4.5	7.9	7.2	6.5
ROE (%)	13.9%	14.9%	6.0%	6.9%	7.7%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

ESG Assessment

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

ที่มา : SET

ESG

Environment (E)

- MASTER มีการตั้งเป้าหมายการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ซึ่งครอบคลุม 4 ด้านที่สำคัญ ได้แก่ การบริหารจัดการพลังงาน การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการขยะของเสียและมลพิษ และการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก โดยมีแนวทางให้แก่บุคลากรนำไปปฏิบัติและมีการวัดผล ทั้งนี้ปี 2567 บริษัทฯ ได้ติดตั้งระบบบำบัดน้ำเสีย ซึ่งสามารถบำบัดน้ำเสียได้ปีละ 18 ล้านลิตร และมีการดำเนินการกำจัดขยะติดเชื้อ และยาหรือเวชภัณฑ์ประเภทสารเสพติดที่หมดอายุแล้วอย่างเป็นระบบและถูกต้อง 100%

Social (S)

- MASTER ดำเนินโครงการและกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมเพื่อสร้างคุณค่าร่วมกันระหว่างบริษัทกับชุมชน โดยในปี 2566 ได้บริจาคบริจาจากตุ๊กตาให้กับมูลนิธิศูนย์พิทักษ์สิทธิเด็ก เพื่อส่งเสริมการพัฒนาคุณภาพชีวิต และทางด้านจิตใจให้กับเด็กกำพร้า เด็กเร่ร่อน เด็กด้อยโอกาส นอกจากนี้ได้จัดโครงการ CSRแคมเปญ “ครบรอบ 9 ปี แจก 9 เคส” งบประมาณ 10 ล้านบาท เพื่อช่วยให้ผู้ที่ได้รับคัดเลือกได้เปลี่ยนภาพลักษณ์ และมีแรงบันดาลใจในการดำเนินชีวิตที่ดียิ่งขึ้น

Governance (G)

- MASTER ให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยคณะกรรมการได้จัดทำนโยบายครอบคลุมโครงสร้าง บทบาท และความรับผิดชอบของกรรมการ ซึ่งเน้นการบริหารงานอย่างโปร่งใส ชัดเจน และตรวจสอบได้ เพื่อบู่มุ่งสร้างความเชื่อมั่นว่าการดำเนินงานเป็นไปอย่างเป็นธรรม และมีเป้าหมายคือคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

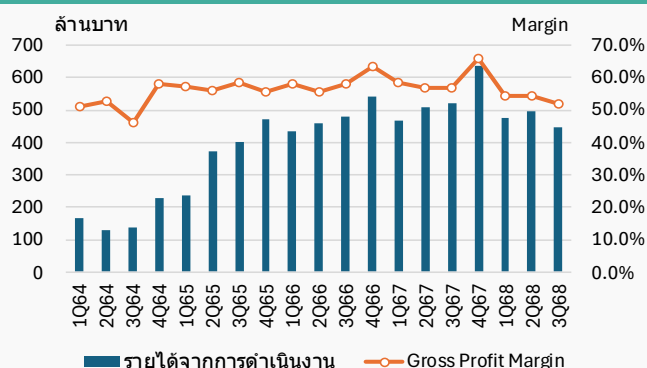
ESG Comment: MASTER ยึดเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนและนำเอา ESG มาใช้ในการทำธุรกิจ อีกทั้งยังเน้นหลักการทำกับกิจการที่ดี (CG Code 2017) เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการทำงาน และการเติบโตแบบยั่งยืนในระยะยาว

ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

Key Data (ล้านบาท)	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68	2Q68	3Q68	QoQ (%)	YoY (%)	9M68	9M67	YoY (%)
ยอดขาย	468	510	522	635	474	495	446	-10%	-15%	1,415	1,500	-6%
กำไรขั้นต้น	274	291	298	417	259	270	232	-14%	-22%	760	862	-12%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	160	197	173	171	195	199	183	-8%	5%	576	531	9%
รายได้อื่นๆ	9	6	3	4	4	3	4	47%	37%	10	18	-41%
ดอกเบี้ยจ่าย	-3	-3	-4	-8	-8	-7	-7	-2%	75%	-23	-11	106%
กำไรปกติ	106	85	104	227	56	53	43	-18%	-58%	152	296	-49%
กำไรสุทธิ	106	85	104	227	56	53	43	-18%	-58%	152	296	-49%
EPS	0.35	0.28	0.35	0.75	0.18	0.17	0.14	-18%	-58%	0.50	0.98	-49%
Gross Profit Margin (%)	58.5%	57.0%	57.0%	65.8%	54.5%	54.5%	52.0%			53.7%	57.5%	
SG&A/Sales (%)	34.3%	38.6%	33.2%	27.0%	41.1%	40.2%	40.9%			40.7%	35.4%	
Net Profit Margin (%)	22.7%	16.7%	20.0%	35.7%	11.8%	10.7%	9.7%			10.7%	19.7%	
Norm Profit Margin (%)	22.7%	16.7%	20.0%	35.7%	11.8%	10.7%	9.7%			10.7%	19.7%	

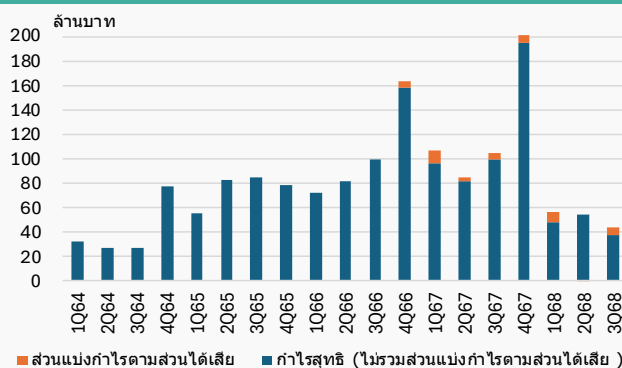
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

รายได้ธุรกิจโรงพยาบาล และอัตรากำไรขั้นต้น



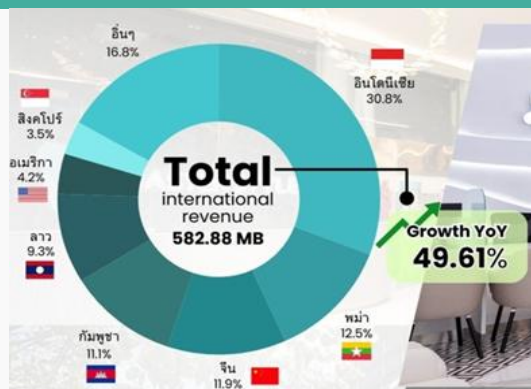
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

กำไรสุทธิ และส่วนแบ่งกำไรตามส่วนได้เสีย



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

โครงสร้างรายได้ต่างชาติแบ่งตามสัญชาติปี 2024



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยง

1. ความเสี่ยงจากการลดลงของคนไข้ต่างชาติ เนื่องจากไม่สามารถเดินทางเข้ามาได้ส่งผลต่อรายได้ธุรกิจพ. อย่างมีนัย
2. ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์
3. เนื่องจาก PR9 เป็น sw.เดียว ทำให้มีข้อจำกัดด้านการรองรับจำนวนผู้เข้าใช้บริการโดยเฉพาะช่วง High Season
4. ความเสี่ยงจากโรคระบาด/ภัยพิบัติธรรมชาติ เช่น น้ำท่วม แผ่นดินไหว ทำให้คนชะลอเข้าใช้ sw.

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ MASTER

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	2,135	1,921	2,064	2,217
ต้นทุนขาย	855	879	944	1,006
กำไรขั้นต้น	1,280	1,042	1,120	1,211
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	702	788	840	898
ดอกเบี้ยจ่าย	-18	-32	-28	-27
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	57	24	30	34
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	638	260	303	342
ภาษีเงินได้	-115	-52	-61	-68
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0
กำไรสุทธิ	522	208	242	274
กำไรจากการดำเนินงาน	522	208	242	274
Norm EPS	1.73	0.69	0.80	0.91
การเติบโตของยอดขาย	11.4%	-10.0%	7.4%	7.4%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	25.5%	-60.1%	16.3%	12.9%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	59.9%	54.2%	54.3%	54.6%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	24.5%	10.8%	11.7%	12.3%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	4Q67	1Q68	2Q68	3Q68
ยอดขาย	635	474	495	446
ต้นทุนขาย	217	216	225	214
กำไรขั้นต้น	417	259	270	232
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	171	195	199	183
ดอกเบี้ยจ่าย	-8	-8	-7	-7
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	4	4	3	4
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	276	68	66	53
ภาษีเงินได้	49	12	14	9
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0
กำไรสุทธิ	227	56	53	43
กำไรจากการดำเนินงาน	227	56	53	43
EPS	0.75	0.18	0.17	0.14
ยอดขาย (QoQ)	21.6%	-25.3%	4.3%	-9.9%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	40.2%	-38.1%	4.4%	-14.0%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	117.8%	-75.4%	-5.4%	-17.8%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.73	0.33	0.39	0.41
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.43	0.09	0.13	0.14
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	145.03	200.00	200.00	200.00
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	7.09	8.80	8.79	8.73
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	18.03	11.11	11.11	11.11
หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.29	0.31	0.31	0.30
Net Gearing	0.14	0.20	0.19	0.18
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	12.8%	4.6%	5.3%	5.9%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	16.1%	6.0%	6.9%	7.8%

งบกระแสเงินสด

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	638	260	303	342
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	127	164	172	182
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	0	0	0
อื่นๆ	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	-86	64	9	10
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	529	464	447	491
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	1,126	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-370	-437	-100	-120
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-1,341	-375	-170	-200
เพิ่ม/ลด จากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	399	30	-20	-20
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	0	0	0
ลด จ่ายปันผล	-4	-241	-211	-241
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	376	-243	-259	-289
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	-436	-154	17	2

งบดุล

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	191	37	54	56
ลูกหนี้การค้า	15	10	10	11
สินค้าคงเหลือ	121	100	107	115
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	20	19	21	22
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	1,302	1,575	1,503	1,441
สินทรัพย์รวม	4,520	4,555	4,585	4,617
เจ้าหนี้การค้า	118	173	186	200
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	3	2	2	2
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	166	146	126	106
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	528	578	578	578
หนี้สินรวม	1,011	1,079	1,077	1,077
ทุนที่ชำระแล้ว	302	302	302	302
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,305	2,305	2,305	2,305
กำไรสะสม	872	839	870	903
ส่วนของผู้ถือหุ้น	3,509	3,476	3,507	3,540
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	4,520	4,555	4,585	4,617

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
จำนวนห้องผ่าตัด	17	17	25	25
จำนวนชั่วโมงให้บริการเฉลี่ย (ชั่วโมง/วัน/ห้อง)	8	8	6	6
จำนวนชั่วโมงให้บริการ (ชั่วโมง/ปี)	50,418	50,458	55,504	58,279
กำลังการให้บริการสูงสุด (ชั่วโมง/ปี)	74,460	74,460	109,500	109,500
อัตราการใช้บริการ	68%	68%	51%	53%
รายได้จากการดำเนินงาน	1,766	1,555	1,676	1,813
Gross margin	59.9%	54.2%	54.3%	54.6%
SG&A/Sale	32.9%	41.0%	40.7%	40.5%
Effective tax rate	18.1%	20.0%	20.0%	20.0%

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส