

# Initial Coverage

## โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์



### Smart Hospital อันดับ 1 ในประเทศไทย

BH ดำเนินธุรกิจการแพทย์ครบวงจร ทั้งในและต่างประเทศ โดยมีจุดเด่นในการนำนวัตกรรมทางการแพทย์ขั้นสูงมาใช้ในการรักษาโรคซับซ้อน และขยายไปสู่การร่วมมือกับพันธมิตรทั้งโรงพยาบาลภาครัฐและเอกชน ผลประกอบการฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว และทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ภายหลังสถานการณ์โควิดคลี่คลาย

เข้าสู่โอกาสของการเติบโตอีกครั้ง จากการขยายจำนวนเตียง และศูนย์ส่งต่อผู้ป่วยทั้งในและต่างประเทศ รวมถึงการฟื้นตัวของกลุ่มผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติที่กลับมาสู่ระดับปกติ ประเมินราคาเหมาะสมภายใต้วิธี DCF ได้ที่ 304 บาท เทียบเท่า Implied PER ปี 2567 ที่ 31.60 เท่า แนะนำ "OUTPERFORM"

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565	2566F	2567F	2568F
กำไรสุทธิ	1,216	4,938	7,048	7,651	8,418
Norm Profit	1,272	4,938	7,048	7,651	8,418
EPS (บาท)	1.53	6.21	8.87	9.63	10.59
DPS (บาท)	3.20	3.50	4.50	5.00	5.50
Norm PER (เท่า)	171.2	42.2	29.5	27.2	24.7
Dividend Yield (%)	1.22%	1.34%	1.72%	1.91%	2.10%
PBV (เท่า)	11.82	10.41	8.85	7.64	6.64
EV/EBITDA	75.0	28.8	20.6	18.6	16.5
ROE (%)	7%	26%	32%	30%	29%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### TECHNICAL CHART/COMMENT



แนวโน้มราคา : Uptrend  
 แนวรับ : 246 บาท  
 แนวต้าน : 272 บาท

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

**OUTPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX  
**NEUTRAL:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX  
**UNDERPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX

🕒 5 ตุลาคม 2566

## BH

### Outperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	262
ราคาเป้าหมาย (บาท)	304
Upside (%)	16.1
Dividend yield (%)	1.72

#### CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
<b>2566F</b>	8.87	8.39	6%
<b>2567F</b>	9.63	8.94	8%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### ESG RATING

Arabesque S-Ray	64.29
Moody's	29.00
MSCI	A
Refinitiv	59.03
S&P	27.00

ที่มา: Settrade

CG Score	ดีมาก
Anti-corruption	n/a

ที่มา: IAA CONSENSUS

### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ประสิทธิ์ รัตนกิจจมา CFA, CISA

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และทางเทคนิค

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

อนุภาพ ศรีบุญประสิทธิ์

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

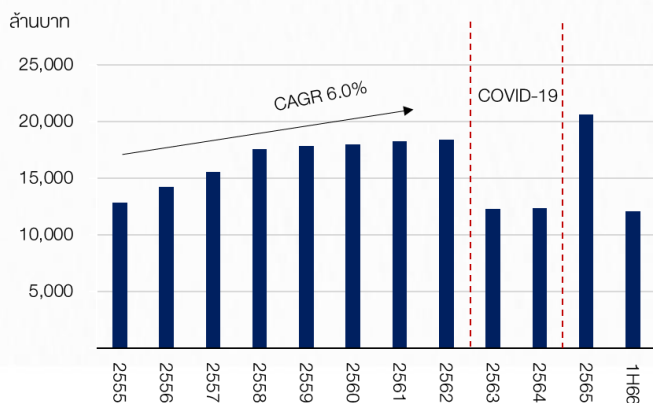
# Initial Coverage

## โรงพยาบาลระดับจตุตถภูมิมาตรฐานระดับโลก

BH เป็นโรงพยาบาลที่มุ่งเน้นการให้บริการในระดับจตุตถภูมิ (Quaternary Care) ซึ่งถือเป็นระดับการให้บริการขั้นสูงสุด โดยมีการใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรมขั้นสูง เพื่อการตรวจวินิจฉัยและรักษาโรคที่มีความซับซ้อนหรือรุนแรง นอกจากนี้ BH ยังได้รับการรับรองมาตรฐานในระดับสากลจากองค์กร Joint Commission International (JCI) ประเทศสหรัฐอเมริกา และถูกจัดอันดับให้เป็น Smart hospital 1 ที่ดีที่สุดในประเทศไทยติดต่อกัน 3 ปี อ้างอิงจากนิตยสาร Newsweek รวมถึงติดอันดับ 1 ใน 200 โรงพยาบาลที่ดีที่สุดในโลก

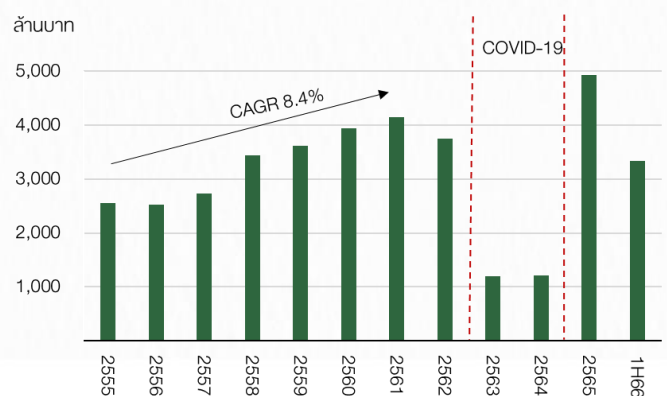
ในช่วงปี 2555-2561 BH มีผลกำไรเติบโตมาตลอด คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยอยู่ที่ 8.4% ต่อปี อย่างไรก็ตาม BH มีผลประกอบการปรับตัวลดลงในปี 2562 เนื่องจาก มีค่าใช้จ่ายทางการแพทย์เพิ่มขึ้น เพื่อกระตุ้นยอดผู้ป่วยจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และค่าใช้จ่ายในส่วนงานพัฒนาระบบ IT และผลประกอบการปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2563-2564 จากสถานการณ์โควิด ส่งผลให้รายได้จากผู้ป่วยชาวต่างชาติ ซึ่งถือเป็นฐานรายได้หลักของ BH ลดลง จากผลกระทบของการปิดประเทศ อย่างไรก็ตาม BH กลับมาทำกำไรเติบโตอย่างก้าวกระโดดอีกครั้งในปี 2565 โดยเป็นระดับกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์อยู่ที่ 4,938 ล้านบาท หลังจากสถานการณ์โควิดคลี่คลาย BH ได้รับอานิสงส์จาก Pent-up demand ในการรักษาพยาบาลจากกลุ่มผู้ป่วยในทุกสัญชาติ โดยในงวด 1H66 BH มีกำไรสุทธิอยู่ที่ 3,332 ล้านบาท เติบโต 76.2% YoY ได้แรงหนุนจากรายได้ผู้ป่วยชาวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น 61.8% YoY โดยเฉพาะในกลุ่มผู้ป่วยตะวันออกกลางที่เพิ่มขึ้น 111.1% YoY

รายได้กิจการโรงพยาบาลของ BH



ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

กำไรสุทธิของ BH



ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

# Initial Coverage

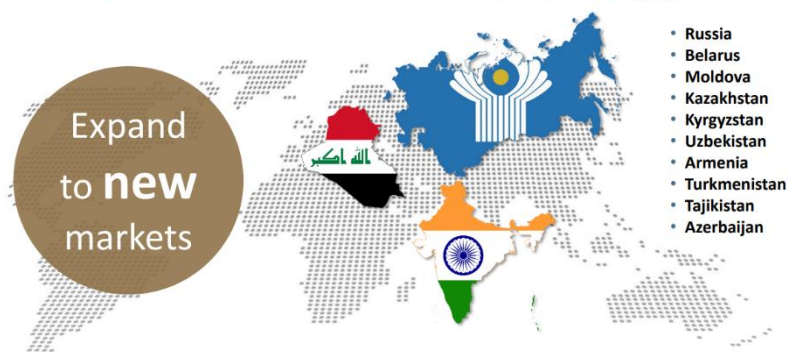
ฝ่ายวิจัยเชื่อว่า BH มีโอกาสเติบโตได้อีกในระยะยาว โดยการขยายศูนย์ส่งต่อผู้ป่วย (Referral office) ไปยังประเทศต่างๆที่มีศักยภาพ โดยเฉพาะในแถบตะวันออกกลาง และตลาดใหม่ในแถบยุโรปตะวันตก ซึ่งกลุ่มประเทศดังกล่าวเดินทางเข้ามาเพื่อรักษา เพราะประเทศไทยมีโครงสร้างพื้นฐานทางการแพทย์ที่ดี ปัจจุบัน BH มีสำนักงานส่งต่อผู้ป่วยทั้งหมด 83 แห่ง ใน 47 ประเทศ นอกจากนี้ BH ยังมีการส่งเสริมการตลาดในประเทศ โดยเน้นกลุ่มผู้ป่วยชาวไทยและกลุ่มผู้ป่วย Expat เป็นหลัก และขยายศูนย์ความเป็นเลิศในด้านต่างๆร่วมกับพันธมิตร โดยการเซ็นสัญญา MOU ทั้งโรงพยาบาลภาครัฐและเอกชน เพื่อรับส่งต่อผู้ป่วยกรณีไม่สามารถรักษาได้ และการรุกตลาดการรักษาสุขภาพเชิงป้องกัน โดยมีศูนย์เวชศาสตร์ฟื้นฟู หรือ “VitalLife” เป็นธุรกิจจับคู่เชื่อม รวมไปถึงการปรับปรุงหอผู้ป่วยในและขยายเตียงอย่างต่อเนื่อง เพื่อรองรับผู้ป่วยที่เพิ่มเข้ามาในอนาคต และการลงทุนก่อสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่ที่ภูเก็ตซึ่งเป็นจุดยุทธศาสตร์สำคัญในภาคใต้ของประเทศ เพื่อตอบโจทยแนวโน้มตลาดท่องเที่ยวเชิงสุขภาพที่เติบโตสูงขึ้นและ สอดคล้องกับนโยบายภาครัฐที่สนับสนุนให้ไทยเป็นศูนย์กลางสุขภาพนานาชาติ (Medical hub)

## 83 Bumrungrad Referral Offices



ที่มา: BH

## International Market Strategy



ที่มา: BH



# Initial Coverage

## โรงพยาบาล Premium IIแบบครบวงจร

BH ประกอบธุรกิจโรงพยาบาลเอกชน รวมถึงให้บริการเกี่ยวกับการแพทย์ทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยเฉพาะในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ซึ่งประกอบไปด้วย คลินิกอย่างกว้าง ในสาธารณรัฐเมียนมา และ โรงพยาบาล อุลานบาตอร์ ในสาธารณรัฐ ประชาชนมองโกเลีย โดย BH เริ่มก่อตั้งธุรกิจ โรงพยาบาลในปี 2523 เป็นผู้ริเริ่มการให้บริการชาวต่างชาติที่ได้มาตรฐานระดับโลกมาเป็นระยะเวลาอันยาวนานกว่า 40 ปี ตั้งอยู่ใจกลางกรุงเทพมหานคร (สุขุมวิท 3) มีแพทย์เฉพาะทางที่หลากหลายและได้เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2532 ปัจจุบันมีศูนย์บริการผู้ป่วยนอกจำนวน 62 ศูนย์ และคลินิกผู้ป่วยกว่า 272 ห้อง สามารถรองรับผู้ป่วยนอกได้กว่า 5,500 คนต่อวัน สำหรับการให้บริการผู้ป่วยใน มีจำนวนเตียงจดทะเบียน 580 เตียง ซึ่งรวมเตียงผู้ป่วยหนักทั่วไป และเตียงผู้ป่วยวิกฤต

### ศูนย์บริการผู้ป่วยนอก

- ศูนย์ภูมิแพ้
- ศูนย์หัวใจเดินผิดจังหวะ
- ศูนย์สุขภาพจิต
- ศูนย์เต้านม
- คลินิกนมแม่
- ศูนย์บริการ การรักษาพยาบาลถึงบ้าน
- คลินิกฟื้นฟูสุขภาพผู้ป่วยโควิด-19 โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์
- ศูนย์ลิ้นหัวใจ บำรุงราษฎร์
- ศูนย์หุ่นยนต์ช่วยผ่าตัดบำรุงราษฎร์
- สถาบันกระดูกสันหลังบำรุงราษฎร์
- ศูนย์ฟื้นฟูสมรรถภาพโรงพยาบาลบำรุงราษฎร์
- ศูนย์กุมารเวช
- ศูนย์ศัลยกรรมลำไส้ใหญ่และทวารหนัก
- ศูนย์รักษาโรคหลอดเลือดหัวใจตีบแบบซับซ้อน
- คลินิกคุณภาพการนอนหลับ
- ศูนย์ปลูกถ่ายกระจกตา
- ศูนย์ทันตกรรม
- ศูนย์วินิจฉัยและบำบัดรักษา
- รังสีวินิจฉัย และเวชศาสตร์นิวเคลียร์
- ศูนย์ไตเทียม
- ศูนย์ทางเดินอาหาร-ตับ
- ศูนย์หู คอ จมูก
- ศูนย์ฉุกเฉิน
- ศูนย์ต่อมไร้ท่อ เบาหวานและโภชนาบำบัด
- เอสเพอรานซ์
- ศูนย์ประสานงานสำหรับชาวต่างชาติ
- ศูนย์จักษุ
- ศูนย์การเจริญพันธุ์
- ศูนย์เฉพาะทางด้านการทำงานระบบทางเดินอาหาร
- ศูนย์ตรวจสุขภาพ
- ศูนย์การได้ยินและการทรงตัว
- สถาบันโรคหัวใจ
- ศูนย์รักษาแผลแบบองค์รวม
- ศูนย์มะเร็งรังสีรักษา
- ศูนย์บำบัดด้วยออกซิเจนความกดบรรยากาศสูง
- แผนกผู้ป่วยหนัก (ICU)
- ศูนย์อายุรกรรม
- คลินิกความจำ
- ศูนย์โรคไต
- แผนกผู้ป่วยวิกฤตระบบประสาทและไขสันหลัง
- ศูนย์โรคระบบประสาท
- คลินิกสุขภาพผู้สูงอายุนิวโลยี
- ศูนย์โภชนาบำบัด / ศูนย์ให้คำปรึกษาด้านโภชนาการ
- ศูนย์ออร์โธปิดิกส์
- คลินิกโรคพาร์กินสันและการเคลื่อนไหวผิดปกติ
- ศูนย์เวชศาสตร์มารดาและทารกปริกำเนิด
- การให้บริการของฝ่ายเภสัชกรรม
- ศูนย์ศัลยกรรมตกแต่ง
- ศูนย์พันธุศาสตร์เชิงป้องกัน และสุขภาพครอบครัว
- คลินิก Pride
- ศูนย์โรคปอดและโรกระบบทางเดินหายใจ
- ศูนย์เลเซอร์สายตา
- ศูนย์ผ่าตัดกระดูกสันหลังคดด้วยหุ่นยนต์นำวิถี
- ศูนย์ผิวหนัง & ความงามด้านผิวหนัง
- ศูนย์เวชศาสตร์การกีฬาและข้อ
- ศูนย์ศัลยกรรม
- ศูนย์การแพทย์สำหรับผู้เดินทาง
- ศูนย์ทางเดินปัสสาวะ
- วัคซิ่นคลินิก
- ศูนย์ส่งเสริมสุขภาพไวทัลไลฟ์
- ศูนย์ผิวหนังและความงามไวทัลไลฟ์
- ศูนย์สูติ-นรีเวช

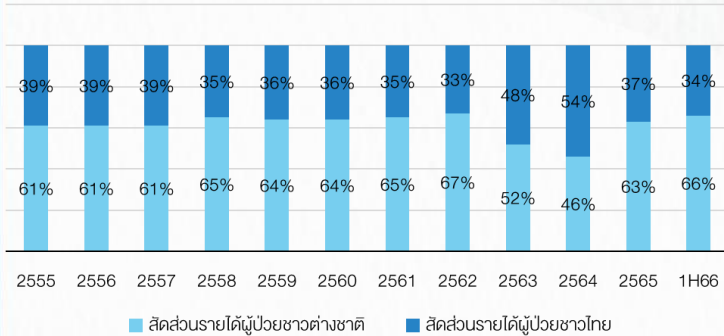
ที่มา: BH

# Initial Coverage

## รายได้ส่วนใหญ่มาจากกลุ่มผู้ป่วยชาวต่างชาติ

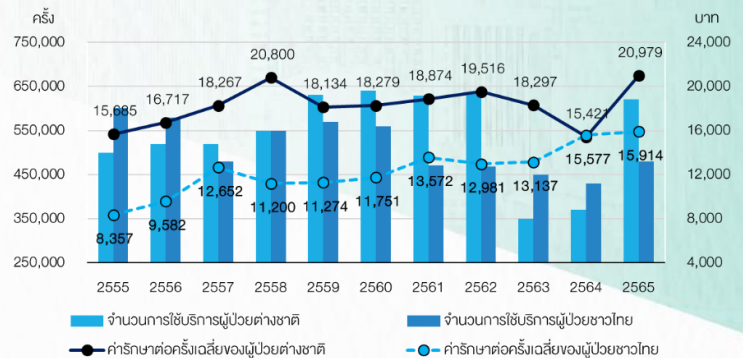
ตลาดผู้ใช้บริการแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มหลัก ได้แก่ กลุ่มผู้ป่วยชาวไทย ส่วนใหญ่เป็นกลุ่มรายได้ระดับปานกลางถึงระดับสูง และกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติ ซึ่งมีทั้งผู้ป่วยต่างชาติที่อยู่ในประเทศไทย (Expatriation) นักท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ และ ผู้ป่วยต่างชาติที่เดินทางเข้ามารักษาโดยตรงจากชื่อเสียงในด้านการบริการของ BH โดย BH มีสัดส่วนโครงสร้างรายได้จากกลุ่มผู้ป่วยชาวต่างชาติเป็นหลัก คิดเป็น 2 ใน 3 ของรายได้กิจการโรงพยาบาล กลุ่มประเทศที่สร้างรายได้หลัก ได้แก่ กลุ่มตะวันออกกลาง และ กลุ่ม CLMV โดย ประเทศที่สร้างรายได้หลัก 10 อันดับแรก ประกอบไปด้วย กาตาร์ เมียนมาร์ Kuwait ติมูซซา สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ บังกลาเทศ สหรัฐอเมริกา มองโกเลีย จีน และ โอมาน

โครงสร้างรายได้แบ่งตามสัญชาติ



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

ปริมาณการให้บริการแบ่งตามสัญชาติ



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

ปริมาณการให้บริการโดยรวมในช่วงหลายปีที่ผ่านมาค่อนข้างคงที่ จำนวนการใช้บริการของชาวไทยมีแนวโน้มลดลง โดยลดลงเฉลี่ยปีละ 2.8% ซึ่งสอดคล้องกับโครงสร้างรายได้หลักที่มาจากกลุ่มผู้ป่วยชาวต่างชาติ อย่างไรก็ตามปริมาณการใช้บริการที่ลดลงถูกชดเชยได้จากการใช้บริการกลุ่มผู้ป่วยชาวต่างชาติที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะภายหลังสถานการณ์โควิด การฟื้นตัวของกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยในปี 2565 ปริมาณการใช้บริการของกลุ่มผู้ป่วยชาวต่างชาติเพิ่มขึ้นราว 68% YoY และกลับมาเทียบเท่ากับช่วงก่อนการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด สำหรับค่ารักษาพยาบาลเฉลี่ยต่อครั้งของทั้งสองกลุ่มปรับเพิ่มขึ้นทุกปีโดยเป็นการปรับเพื่อสะท้อนอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น และรายได้ต่อผู้ป่วยที่มารักษาเกี่ยวกับโรครายกหรือโรคซับซ้อนเพิ่มขึ้น (Revenue Intensity) ผู้ป่วยที่เป็นระดับพรีเมียมมีความอ่อนไหวต่อราคาค่อนข้างต่ำผนวกกับคุณภาพ

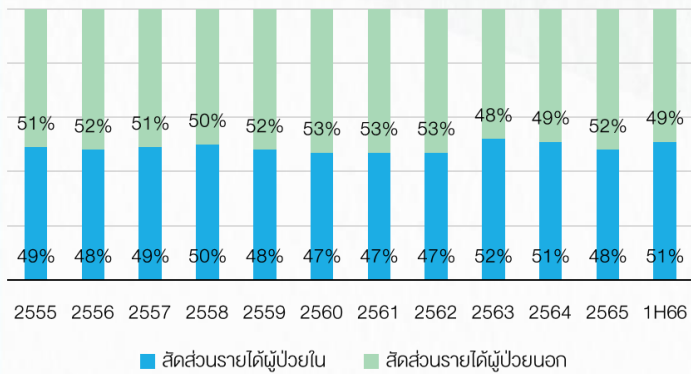
# Initial Coverage

การให้บริการที่ได้มาตรฐาน และค่ารักษาที่ไม่แพงเมื่อเทียบกับในหลายประเทศที่พัฒนาแล้ว

## สัดส่วนผู้ป่วยนอกกลับมาอยู่ในระดับก่อนสถานการณ์โควิด

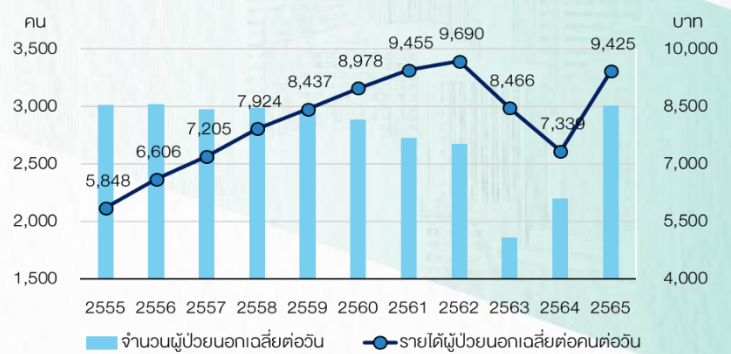
BH มีสัดส่วนรายได้ผู้ป่วยนอกมากกว่าสัดส่วนผู้ป่วยในมาตลอดในช่วงปี 2555-2565 และลดลงในช่วงการระบาดของสถานการณ์โควิด (2563-2564) โดยในปี 2565 มีสัดส่วนกลุ่มผู้ป่วยนอกอยู่ที่ 52% และกลุ่มผู้ป่วยในอยู่ที่ 48% สำหรับการบริการผู้ป่วยนอก มีศูนย์บริการจำนวน 62 ศูนย์ และคลินิกตรวจผู้ป่วยกว่า 272 ห้อง สามารถรองรับผู้ป่วยนอกได้กว่า 5,500 คนต่อวัน

โครงสร้างรายได้แบ่งตามการให้บริการ



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

ปริมาณการใช้บริการของผู้ป่วยนอก



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

รายได้ผู้ป่วยนอกเฉลี่ยต่อวันปรับเพิ่มขึ้นทุกปีในช่วงปี 2555-2562 และลดลงจากสถานการณ์โควิดในปี 2563-2564 ถึงแม้ปริมาณการใช้บริการของผู้ป่วยนอกจะค่อนข้างคงที่ แต่รายได้ผู้ป่วยนอกเฉลี่ยมีการปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยเฉลี่ยแล้วปรับขึ้นปีละ 5% ในช่วงปี 2555-2565 เกิดจากปรับเพิ่มขึ้นทุกปี เพื่อสะท้อนอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น และรายได้ต่อผู้ป่วยที่มารักษาเกี่ยวกับโรคมะเร็งหรือโรคซับซ้อนเพิ่มขึ้น (Revenue Intensity)

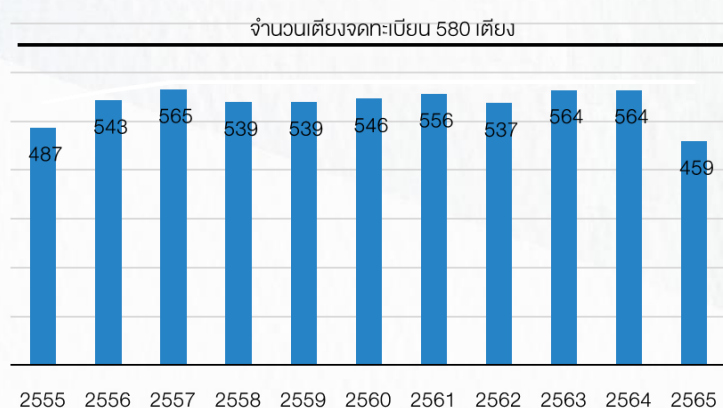


# Initial Coverage

## อัตราการครองเตียงสูงหลังกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติฟื้น

สำหรับผู้ป่วยใน มีจำนวนเตียงจดทะเบียน 580 เตียง ซึ่งรวมเตียงผู้ป่วยหนักทั่วไป และเตียงผู้ป่วยวิกฤต ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา BH มีการขยายเตียงให้บริการและปรับปรุงมาตลอด โดยในปี 2565 มีจำนวนเตียงให้บริการจำนวน 459 เตียง ลดลงจากปีก่อนหน้าที่ 564 เตียง เนื่องจาก BH ทำการปิดปรับปรุงเตียงผู้ป่วยวิกฤตในบางส่วน บริเวณหอผู้ป่วยในชั้น 7 และหอผู้ป่วยวิกฤต 3

### จำนวนเตียงจดทะเบียนและเตียงพร้อมให้บริการ

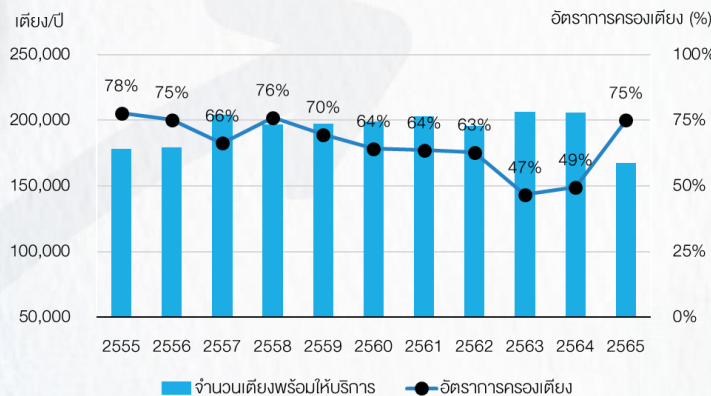


ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

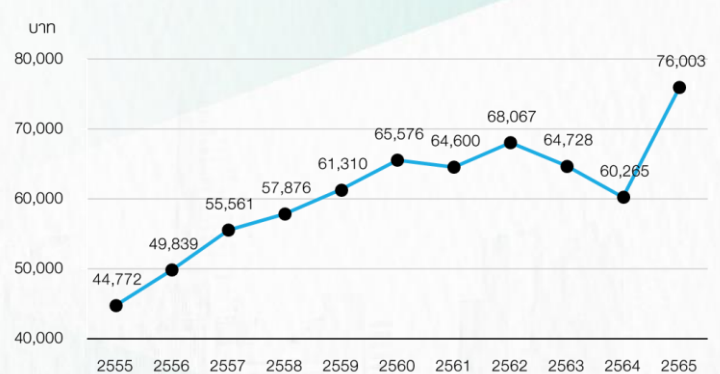
ความสามารถในการให้บริการผู้ป่วยในเพิ่มขึ้นตามปริมาณจำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการในแต่ละปี โดยในปี 2565 จำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการอยู่ที่ 167,535 เตียงต่อปี โดยคำนวณจากจำนวนวันที่ให้บริการคูณด้วยจำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการต่อปี ลดลงจากปีก่อนที่ 205,860 เตียงต่อปี จากการปิดปรับปรุงพื้นที่ให้บริการบางส่วน และการ Renovate ห้องผู้ป่วยเตียงรวม เป็นห้องเดี่ยวทั้งหมด โดยมีอัตราการครองเตียง 125,595 เตียงเพิ่มขึ้นจาก 101,874 เตียงในปี 2564 คิดเป็นอัตราการครองเตียงร้อยละ 75 ของจำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการ เนื่องจากได้รับอานิสงค์จากอุปสงค์ค้างที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มผู้ป่วยชาวต่างชาติที่เข้ามาภายหลังสถานการณ์โควิดคลี่คลาย

# Initial Coverage

ปริมาณการใช้บริการของผู้ป่วยใน



รายได้เฉลี่ยต่อเตียงต่อวัน



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

ในส่วนของรายได้ต่อเตียงปรับเพิ่มขึ้นทุกปี โดยคิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีที่ 4% โดยในปี 2565 ทำระดับสูงสุดที่ 76,003 บาทต่อเตียงต่อวัน เทียบกับปีก่อนหน้าที่ 60,265 บาทต่อเตียงต่อวัน รายได้ต่อหัวที่เพิ่มนี้เกิดจากส่วนผสมระหว่าง รายได้ต่อหัวที่มาจากบริการรักษาโรคซับซ้อนและโรคราย (Revenue intensity) และการปรับขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อ โดยรายได้ต่อเตียงที่เพิ่มขึ้นทุกปีเกิดจากความสามารถในการปรับค่าบริการพยาบาลจากกลุ่มผู้ป่วยโรคซับซ้อนเป็นหลัก จุดแข็งของ BH คือ มีแพทย์ผู้เชี่ยวชาญและศูนย์ความเป็นเลิศครอบคลุมในทุกสาขาต่อยอด เช่น ศูนย์หัวใจ ศูนย์มะเร็ง เป็นต้น โดยใช้นวัตกรรมทางการแพทย์และปัญญาประดิษฐ์มาใช้ในการรักษาเป็นต้น

## ผลประกอบการทำจุดสูงสุดใหม่ในปี 2565

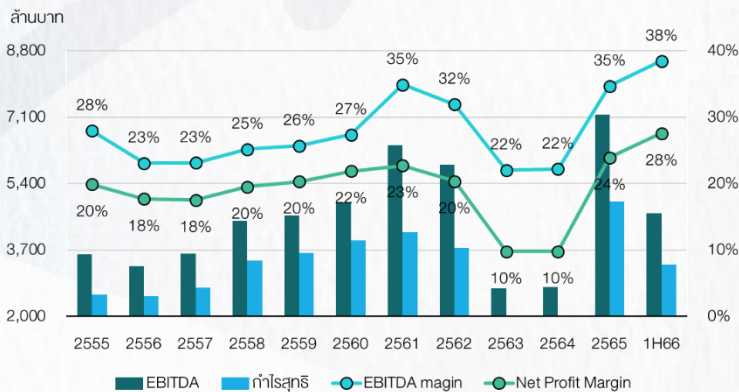
ผลประกอบการย้อนหลังของ BH มี Net profit margin เพิ่มขึ้นมาตลอดในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา โดยสะดุดลงในปี 2563-2564 เป็นผลกระทบจากสถานการณ์โควิด อย่างไรก็ตาม ในปี 2565 BH มี Net profit margin พุ่งขึ้นมาได้ในระดับสูงกว่าช่วงก่อนโควิดที่ 24% โดยมีกำไรสุทธิที่ 4,938 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 32% เทียบกับปี 2562 และ เพิ่มขึ้นราว 300% เทียบกับปี 2564 ทำระดับสูงสุดในรอบ 10 ปี เป็นผลมาจากรายได้ผู้ป่วยที่มาบริการรักษาโรคซับซ้อนเพิ่มขึ้น (Revenue Intensity) ความสามารถในการเพิ่มค่าบริการพยาบาลอย่างต่อเนื่อง และจำนวนผู้ป่วยชาวต่างชาติในทุกสัญชาติที่เข้ามารักษาภายหลังสถานการณ์โควิดคลี่คลาย รวมถึงมีการควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่มีประสิทธิภาพ



# Initial Coverage

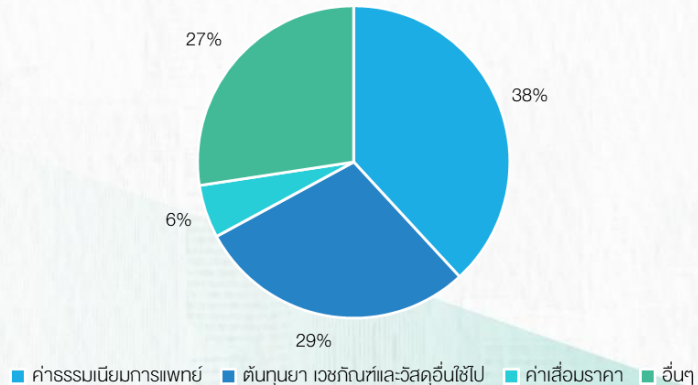
และผลจากการประหยัดต่องานทำให้การเติบโตของต้นทุนต่ำกว่าการเติบโตของรายได้

ประสิทธิภาพการทำกำไรของ BH



ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

โครงสร้างต้นทุนกิจการโรงพยาบาล



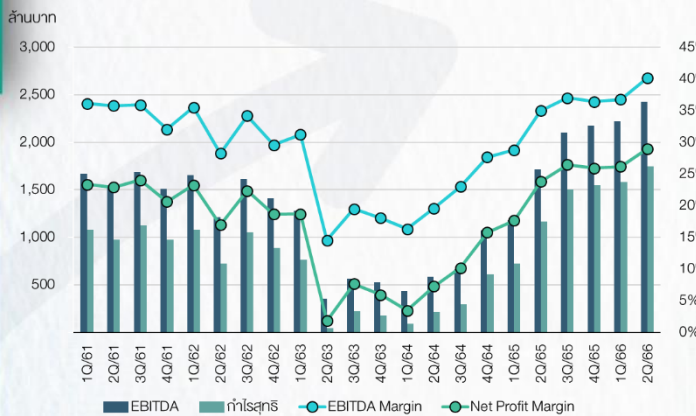
ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

โครงสร้างต้นทุนกิจการโรงพยาบาลประกอบไปด้วย ค่าธรรมเนียมการแพทย์ ต้นทุนยาและเวชภัณฑ์ ค่าเสื่อมราคา และอื่นๆ โดยในปี 2565 ต้นทุนค่าธรรมเนียมการแพทย์คิดเป็นสัดส่วนอยู่ที่ 38% ของต้นทุนกิจการโรงพยาบาล ส่วนต้นทุนยาและเวชภัณฑ์คิดเป็นสัดส่วน 29% ของต้นทุนกิจการโรงพยาบาล และต้นทุนอีก 33% ที่เหลือ ประกอบไปด้วย ค่าเสื่อมราคา, ค่า Lab Test, เงินเดือนพยาบาล และค่าสาธารณูปโภค

สำหรับผลประกอบการรายไตรมาส BH มี Net profit margin เพิ่มขึ้นเนื่องจากการฟื้นตัวของผู้ป่วยชาวต่างชาติและชาวไทย โดยในงวด 2Q66 มี Net profit margin อยู่ที่ 29% เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับงวด 1Q66 ที่ 26% แม้ว่า BH จะได้รับผลกระทบจากฤดูกาล เนื่องจากเป็นช่วงเทศกาลสงกรานต์ในเดือน เม.ย. ประกอบกับเทศกาลรอมฎอนของกลุ่มผู้ป่วยตะวันออกกลาง เป็นระยะเวลาประมาณ 45 วัน เริ่มในช่วงปลายเดือน มี.ค. ของทุกปี ส่งผลให้คนไข้เลื่อนแผนการรักษาระยะยาว ทำให้รายได้กิจการโรงพยาบาลลดลง 0.3% QoQ แต่การควบคุมต้นทุนกิจการโรงพยาบาลอย่างรัดกุม และดำเนินการมาอย่างต่อเนื่อง โดยต้นทุนกิจการโรงพยาบาลต่อรายได้ในงวด 2Q66 อยู่ที่ 50% ลดลงจากงวด 1Q66 ที่ 52% ส่งผ่านมายัง Net profit margin ที่สูงขึ้น

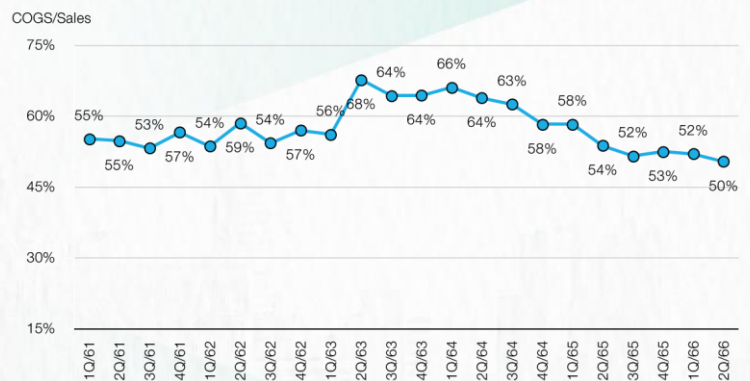
# Initial Coverage

## ประสิทธิภาพการทำกำไรของ BH



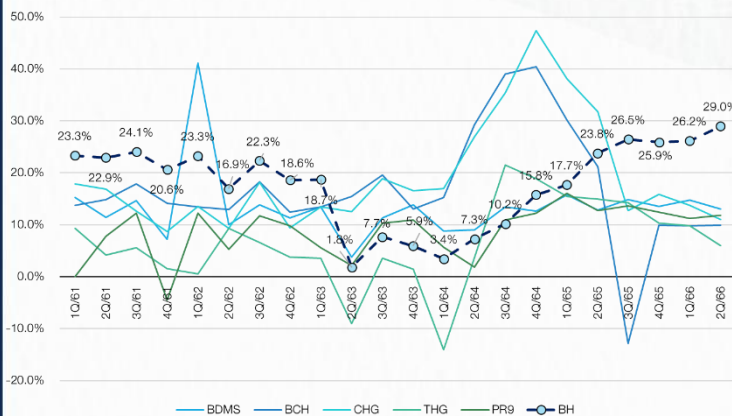
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

## สัดส่วนต้นทุนต่อรายได้กิจการโรงพยาบาล



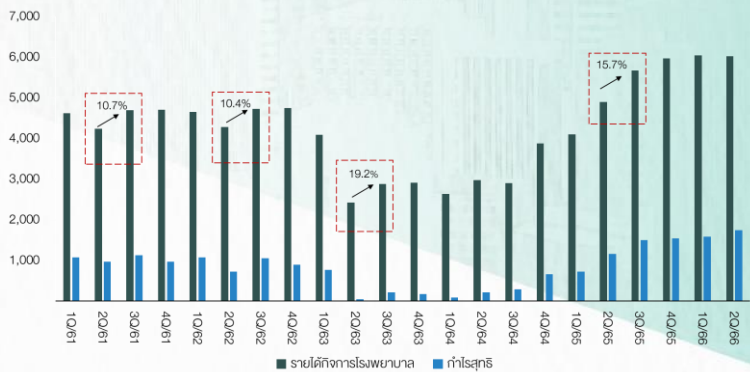
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

## เปรียบเทียบ Net Profit Margin ของ BH กับ Peer



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส,

## ผลกระทบจากฤดูกาลของ BH



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH

ฝ่ายวิจัยคาดว่า BH จะมีผลประกอบการที่โดดเด่นใน 3Q66 หากอ้างอิงจากตัวเลขคาดการณ์ของผู้บริหารที่ประเมินรายได้กิจการโรงพยาบาลจะเติบโตในระดับ 20-40% YoY สนับสนุนจากการฟื้นตัวของกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติที่ยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง นอกจากนี้ในไตรมาส 3 เป็นช่วงฤดูฝนมีโอกาสสูงในการเกิดโรคระบาดประจำถิ่น ส่งผลให้จำนวนผู้ป่วยเพิ่มขึ้น ซึ่งโดยปกติกลุ่มโรงพยาบาลมักมีรายได้สูงที่สุดของปีในไตรมาส 3 หาก BH ยังคงรักษาอัตรากำไรได้ใกล้เคียง 2Q66 มีความเป็นไปได้ที่ BH จะทำกำไร 3Q66 ได้ในช่วง 1.9-2.2 พันล้านบาท เติบโตขึ้นราว 25-45% YoY

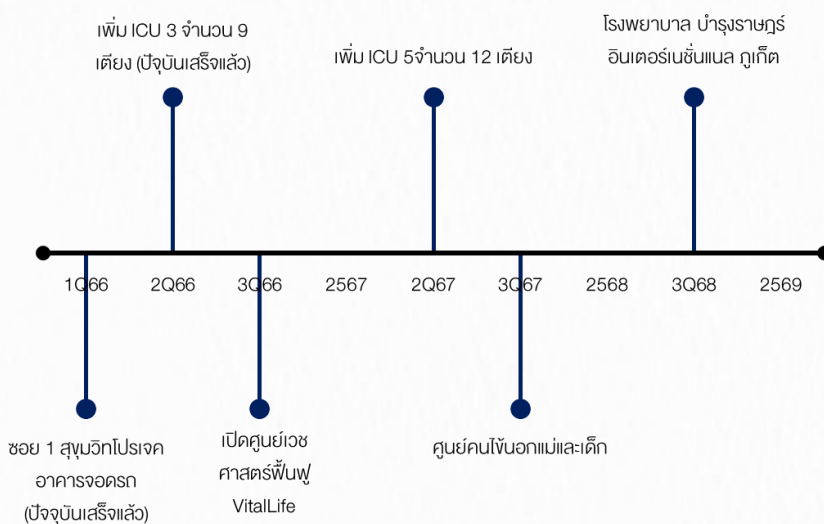
# Initial Coverage

## เข้าสู่ช่วงการเติบโตอีกครั้ง

ภายใต้ข้อจำกัดเรื่องสถานที่และจำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการถือเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการเติบโตในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตามฝ่ายวิจัยมองเห็นศักยภาพในการเติบโตที่เพิ่มขึ้นจากแผนการลงทุนในช่วง 3 ปีข้างหน้าของ BH โดยมีแผนการลงทุนดังต่อไปนี้

1. โครงการสุขุมวิทซอย 1: เป็นโครงการที่ขยายจากตัวโรงพยาบาล ประกอบด้วย 3 อาคาร ได้แก่ อาคารจอดรถ เฟส 1 โดยมีที่จอดรถทั้งหมด 200 คัน อาคารสำนักงาน เฟส 2 และ อาคารสำหรับคลินิก เฟส 3 มีจุดมุ่งหมายในการเพิ่มจำนวนเตียง 59 เตียงภายในปี 2568 โดยปัจจุบันดำเนินการก่อสร้างอาคารจอดรถเสร็จแล้วในงวด 1Q/66
2. เพิ่มจำนวนเตียง ICU 3 และ ICU 5 จำนวน 21 เตียง: BH มีการปรับปรุงเตียงพร้อมให้บริการ และเพิ่มจำนวนเตียงผู้ป่วยวิกฤต 9 เตียง ปัจจุบันเสร็จแล้วในช่วง 2Q/66 และมีแผนเพิ่มจำนวนเตียงผู้ป่วยวิกฤตอีก 12 เตียง พร้อมเปิดให้บริการในงวด 2Q/67
3. เปิดศูนย์สุขภาพไวทัลไลฟ์ และศูนย์ผู้ป่วยนอกแม่และเด็ก: คาดว่าจะเปิดให้บริการในงวด 3Q/66 และ 3Q/67 ตามลำดับ

แผนการลงทุนตามช่วงเวลา BH



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, BH



# Initial Coverage

## ลงทุนขยายสาขาใหม่ที่ภูเก็ตมูลค่า 4.3 พันล้านบาท

BH มีแผนลงทุนเปิดสาขาใหม่ โรงพยาบาล บำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล ภูเก็ต มูลค่าโครงการทั้งหมด 4.3 พันล้านบาท มีทั้งหมด 250 เตียง โดยคิดเป็นสัดส่วน 43% ของ จำนวนเตียงจดทะเบียนทั้งหมดในปัจจุบันของ BH ที่มี 580 เตียง แบ่ง ออกเป็น การก่อสร้าง เฟส 1 ทั้งหมด 150 เตียง และ เฟส 2 อีก 100 เตียง เปิด ให้บริการในงวด 2Q/68

การลงทุนขยายสาขาที่ภูเก็ตจะเป็นปัจจัยหลักในการผลักดันรายได้จากกลุ่มผู้ป่วย ชาวต่างชาติและกลุ่มผู้ป่วยชาวไทยมากขึ้น เนื่องจากอุปสงค์การใช้บริการทาง การแพทย์ที่เพิ่มขึ้น และบุคลากรการแพทย์ที่ยังขาดแคลน โดยข้อมูลจาก สำนักงานสถิติแห่งชาติ ในปี 2564 พบว่า ภูเก็ตมีจำนวนประชากรอยู่ที่ 418,785 คน ในขณะที่มีจำนวนแพทย์อยู่เพียง 435 คน คิดเป็นสัดส่วนแพทย์ต่อจำนวน ประชากร 1:1,021 คน เมื่อเทียบกับกรุงเทพมหานครที่มีแพทย์ต่อจำนวนจำนวน ประชากร ที่ 1:522 คน นอกจากนี้ ภูเก็ตยังเป็นสถานที่ท่องเที่ยวติดอันดับโลก โดยประชากรครึ่งโลกสามารถเดินทางมาถึงได้ภายใน 6 ชั่วโมง อีกทั้งยังมี สนามบินรองรับโดยตรง และบริการสายการบินกว่า 38 สายการบิน โดยในปี 2562 มีผู้ เยี่ยมเยือนกว่า 5.4 ล้านคน ในจำนวนนี้ 7 แสนคนเป็นชาวตะวันตกออกกลาง โดย 4 ประเทศอันดับแรก ได้แก่ จีน รัสเซีย เยอรมัน และ ออสเตรเลีย อีกทั้งการลงทุน การลงทุนที่ภูเก็ตยังได้รับอานิสงค์จากกระแส Medical tourism ที่กำลังเป็นที่สนใจ ของนักท่องเที่ยวต่างชาติ และสอดคล้องกับนโยบายภาครัฐที่มุ่งส่งเสริมให้ประเทศ ไทย เป็นศูนย์กลางการแพทย์ (Medical hub) โดยอัตราการเติบโตของ Wellness Tourism ทั่วโลก เฉลี่ยอยู่ที่ปีละ 20% ประเทศไทยเป็นประเทศที่ได้รับเลือกให้เป็น Wellness destination อันดับ 2 ของโลก จากการจัดอันดับของ Global Wellness Institute โดยตลาดการท่องเที่ยวใหญ่ของประเทศไทยใหญ่เป็นอันดับ 4 ของ เอเชีย รองจาก จีน ญี่ปุ่น และ อินเดีย

### Bumrungrad International Hospital Phuket



ที่มา: BH

# Initial Coverage

จากข้อมูลศูนย์สุขภาพของไทย พบว่า ปัจจุบันมีจำนวนโรงพยาบาลในภูมิภาคทั้งหมด 11 แห่ง แบ่งเป็น โรงพยาบาลภาครัฐ 7 แห่ง และ โรงพยาบาลเอกชน 4 แห่ง ซึ่งประกอบไปด้วย โรงพยาบาลกรุงเทพภูเก็ต โรงพยาบาลกรุงเทพศรีโรจน์ โรงพยาบาลติบุค และโรงพยาบาลมิชชั่นภูเก็ต แม้โดยปกติแล้วการลงทุนสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่จะต้องใช้เวลาไม่ต่ำกว่า 5 ปี ถึงจะเริ่มเห็นกำไร แต่ฝ่ายวิจัยเชื่อว่า BH จะทำกำไรได้เร็วกว่านี้ เนื่องจากคุณค่าของแบรนด์ “บำรุงราษฎร์” ที่เกิดขึ้นจากประสบการณ์ใช้บริการของผู้ป่วย และความสามารถของแพทย์ที่มีความเชี่ยวชาญครอบคลุมทุกศูนย์การรักษา รวมถึงมาตรฐานการให้บริการระดับสากลจะดึงดูดให้ผู้ป่วยเข้ามาใช้บริการ อย่างไรก็ตามฝ่ายวิจัยยังไม่ได้รวมโรงพยาบาลแห่งใหม่ไว้ในประมาณการ เนื่องจากผู้บริหารยังไม่ได้เปิดเผยรายละเอียดของโครงการที่มากเพียงพอ

## คาดการณ์กำไรปี 2566-2570 เติบโตเฉลี่ยปีละ 9%

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรปี 2566-2570 จะเติบโตขึ้นเฉลี่ยปีละ 9% จาก 7,048 ล้านบาท ในปี 2566 ขึ้นเป็น 10,040 ล้านบาท ในปี 2570 โดยมีรายละเอียดดังนี้

### สมมติฐานในการจัดทำประมาณการ

#### 1. รายได้จากธุรกิจโรงพยาบาล

ประเมินการเติบโตของรายได้ในอนาคต อ้างอิงจากฐานข้อมูลจริงที่เกิดขึ้นในปี 2561 ถึงช่วงครึ่งปีแรกของปี 2566 ทั้งในส่วนของปริมาณการให้บริการผู้ป่วยใน และผู้ป่วยนอก โดย BH มีแผนเพิ่มปริมาณจำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการต่อเนื่อง และปรับปรุงเตียงผู้ป่วยวิกฤต เพื่อรองรับผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้น คาดการณ์จำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการจะเพิ่มขึ้นจาก 471 เตียง ใน 2Q66 เป็น 506 เตียง ณ สิ้นปี 2566 และ เพิ่มขึ้นเป็น 518 ในปี 2567 โดยมีอัตราการครองเตียงเฉลี่ยในปี 2566-2570 อยู่ที่ 80-83% เนื่องจากจำนวนกลุ่มผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติกลับมาสู่ระดับปกติ ฝ่ายวิจัยคาดว่าค่ารักษาพยาบาลในกลุ่มผู้ป่วยในและผู้ป่วยนอกจะปรับเพิ่มขึ้นได้เฉลี่ยปีละ 5% ในปี 2566-2570 ซึ่งเป็นการปรับขึ้นตามภาวะเงินเฟ้อ และจากความสามารถในการรักษาโรคที่ยากขึ้นด้วยการนำเทคโนโลยีและนวัตกรรมใหม่ๆทางการแพทย์เข้ามาอย่างต่อเนื่อง ในส่วนของผู้ป่วยนอก BH ยังไม่ได้มีแผนในการขยายจำนวนห้องตรวจ โดยฝ่ายวิจัยคาดการณ์อัตราค่าบริการผู้ป่วยนอกเฉลี่ยอยู่ที่ 55-58% ในปี 2566-2570 สำหรับศูนย์เวชศาสตร์ฟื้นฟู

# Initial Coverage

(VitalLife) ฝ่ายวิจัยคาดว่าจะมีรายได้เติบโตเฉลี่ยปีละ 20% ในปี 2566-2570

จากกระแสการท่องเที่ยวเชิง สุขภาพของโลกที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น

## สมมติฐานรายได้ปี 2566-2570 ของ BH

รายได้ (ล้านบาท)	2562	2563	2564	2565	2566F	2567F	2568F	2569F	2570F
<b>- ผู้ป่วยใน</b>									
จำนวนเตียงจดทะเบียน	580	580	580	580	580	580	580	580	580
จำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการ	537	564	564	459	506	518	525	532	539
อัตราการครองเตียงพร้อมให้บริการ (%)	63%	47%	49%	75%	83%	80%	80%	80%	80%
รายได้ต่อเตียง (บาท/เตียง)	68,067	64,728	60,265	76,003	83,603	87,783	92,172	96,781	101,620
<b>รายได้กลุ่มผู้ป่วยใน</b>	<b>8,384</b>	<b>6,230</b>	<b>6,139</b>	<b>9,546</b>	<b>12,816</b>	<b>13,314</b>	<b>14,130</b>	<b>15,034</b>	<b>15,994</b>
<b>- ผู้ป่วยนอก</b>									
จำนวนห้องตรวจ	272	272	272	272	272	272	272	272	272
ความสามารถในการให้บริการต่อวันสูงสุด (คน)	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
จำนวนผู้ป่วยนอกเฉลี่ยต่อวัน (คน)	2,673	1,856	2,202	3,006	3,025	3,080	3,135	3,190	3,190
อัตราเฉลี่ยการใช้บริการ (%)	49%	34%	40%	55%	55%	56%	57%	58%	58%
ค่าใช้จ่ายต่อการคน (บาท/คน)	9,690	8,466	7,339	9,425	10,876	11,964	13,160	14,476	15,924
<b>รายได้จากผู้ป่วยนอก</b>	<b>9,454</b>	<b>5,751</b>	<b>5,899</b>	<b>10,341</b>	<b>12,009</b>	<b>13,486</b>	<b>15,059</b>	<b>16,855</b>	<b>18,541</b>
รายได้จากไวทัลไลฟ์	571	335	366	759	911	1,093	1,312	1,574	1,889
<b>รายได้จากธุรกิจโรงพยาบาล</b>	<b>18,409</b>	<b>12,315</b>	<b>12,404</b>	<b>20,646</b>	<b>25,735</b>	<b>27,893</b>	<b>30,500</b>	<b>33,463</b>	<b>36,423</b>
% การเติบโต		-33.1%	0.7%	66.4%	24.7%	8.4%	9.3%	9.7%	8.8%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## 2. อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin)

ปี 2566-2570 กำหนดอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยอยู่ในช่วง 48-49% เพิ่มขึ้นเทียบกับอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยในปี 2561-2562 ที่ 44-45% โดยอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น เกิดจากการรักษาโรคที่มีความซับซ้อนมากขึ้นซึ่งมีการเปิดศูนย์ความเป็นเลิศใหม่ๆ การปรับค่ารักษาเพิ่มขึ้นทุกปีสะท้อนเงินเฟ้อและ Revenue Intensity ที่สูงขึ้น รวมถึงแผนการควบคุมต้นทุนที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น และการให้ส่วนลดที่น้อยลงภายหลังสถานการณ์โควิดคลี่คลายลง

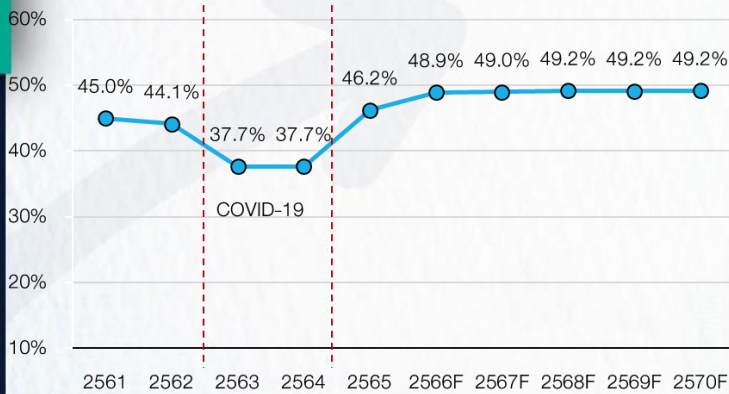
## 3. ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้กิจการโรงพยาบาล (SG&A/Sale)

ปี 2566-2570 กำหนดให้ค่าใช้จ่ายในการขาย/ยอดขาย (SG&A/Sale) ที่ 16.5% ใกล้เคียงกับอดีต ส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายผลตอบแทนพนักงาน ค่าการตลาด ค่าเสื่อมราคา



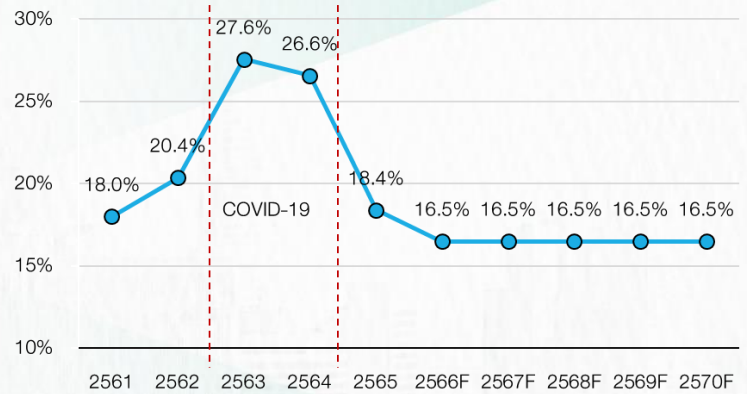
# Initial Coverage

ประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2566-2570



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการ SG&A/Sale ในปี 2566-2570

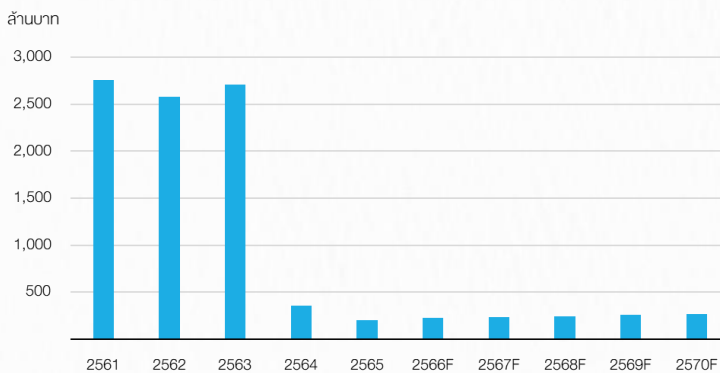


ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## 4. ต้นทุนทางการเงิน (Interest Expense)

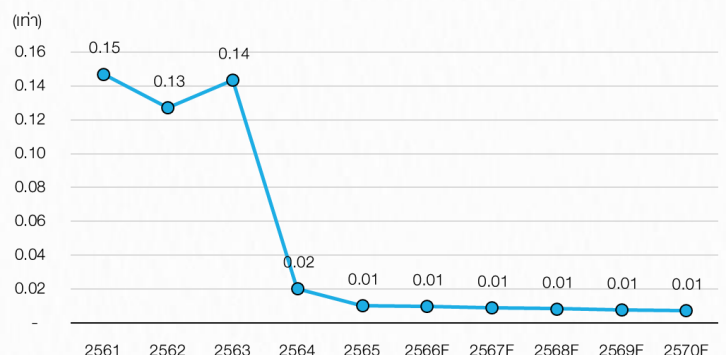
ปี 2566 คาดดอกเบี้ยจ่ายอยู่ที่ 4.2 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2565 ที่ 3.5 ล้านบาท จากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดย BH ถือเป็นบริษัทที่มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่งมาก หลังจากได้มีการชำระเงินกู้ระยะยาว จำนวน 2.5 พันล้านบาทในงวด 4Q64 โดยหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยทั้งหมด ณ สิ้นปี 2565 คิดเป็นสัดส่วนเพียง 1% ของสินทรัพย์รวม ส่งผลให้มี Interest-Bearing-Debt/Equity ต่ำเพียง 0.01 เท่า

ภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ย



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

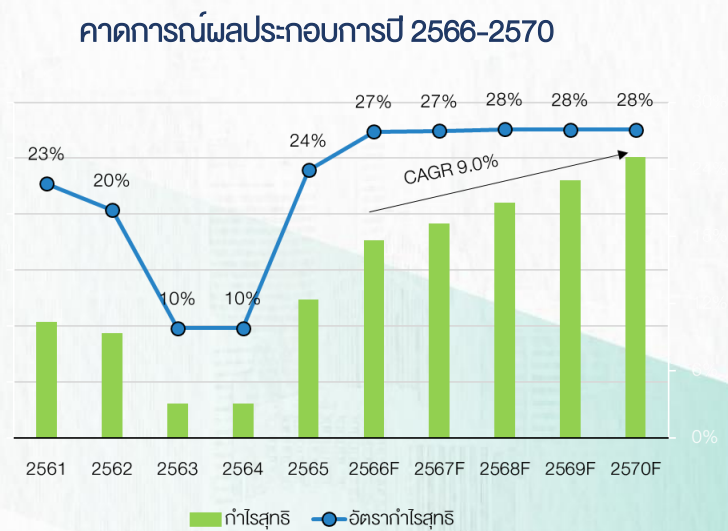
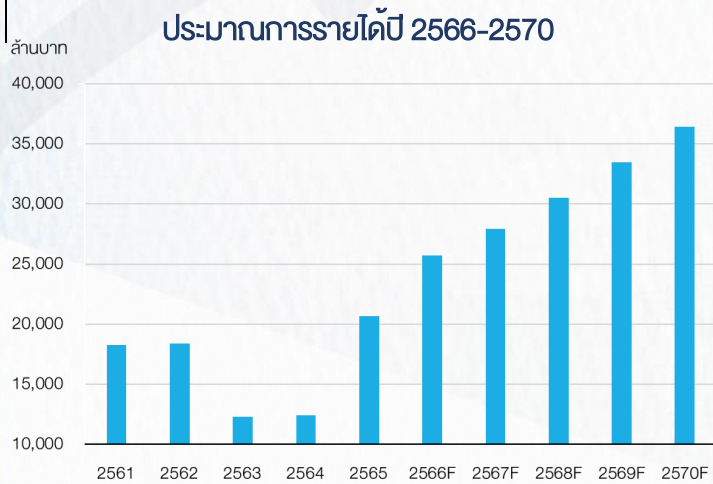
อัตราส่วน Interest Bearing-Debt/Equity



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# Initial Coverage

5. อัตราภาษีจ่าย (Effective Tax Rate) ปี 2566-2570 กำหนดให้เท่ากับปี 2565 ที่ 18% ซึ่งต่ำกว่า Corporate Tax ที่ 20% จากการได้ผลประโยชน์ทางภาษี ในค่าใช้จ่ายฝึกอบรมพนักงานของบริษัทย่อย



ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## ประเมินมูลค่าเหมาะสมวิธี DCF อยู่ที่ 304 บาท

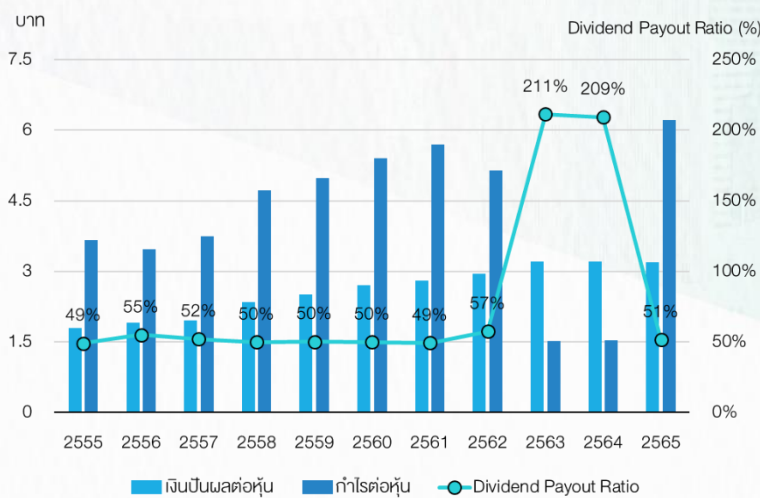
ฝ่ายวิจัยเลือกใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสด หรือ Discount Cash Flow ในการประเมินมูลค่าเหมาะสมของ BH เพื่อสะท้อนศักยภาพในการเติบโตระยะยาว จะได้ราคาเหมาะสม ณ สิ้นปี 2567 ที่ 304 บาท/หุ้น คิดเป็น Implied PER 31.60 เท่า เนื่องจาก Position ของ BH ที่ถือเป็นโรงพยาบาลชั้นนำในระดับโลก ทำให้ซื้อขายบน PER พรีเมียมกว่าโรงพยาบาลเอกชนอื่นๆในประเทศ ที่มีค่าเฉลี่ย PER ปี 2567 อยู่ที่ 30.52 เท่า แต่ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของโรงพยาบาลชั้นนำในต่างประเทศที่นำมาเปรียบเทียบที่มี PER ปี 2567 ที่ 32.76 เท่า

BH มีอัตราการเติบโตของกำไรที่โดดเด่นในช่วง 3 ปีข้างหน้าด้วยการขยายปริมาณเตียงผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง และศูนย์ส่งต่อผู้ป่วย (Referral Office) ทั้งในและต่างประเทศ รวมถึงการฟื้นตัวของกลุ่มผู้ป่วยทั้งในและต่างประเทศที่กลับมาสู่ในระดับปกติ จะเป็นปัจจัยสำคัญในการผลักดันกำไร โดยฝ่ายวิจัยคาดการณ์ว่า BH จะมีกำไรเติบโตเฉลี่ยปีละ 9.0% ในช่วง 2566-2570 ให้น้ำหนักการลงทุน “OUTPERFORM”

# Initial Coverage

สำหรับอัตราการจ่ายปันผล BH มีนโยบายจ่ายปันผลเมื่อมีกำไรหลังหักสำรองต่างๆทุกประเภทตามกฎหมาย อย่างไรก็ตาม BH ไม่ได้มีการกำหนดนโยบายอัตราการจ่ายปันผลที่ชัดเจน เมื่อพิจารณาถึงผลประกอบการย้อนหลังในช่วงปี 2555- 2565 พบว่า BH มีอัตราการจ่ายปันผล (Dividend Payout Ratio) อยู่ที่ 49-57% สำหรับปี 2566 ฝ่ายวิจัยคาดการณ์เงินปันผลรวม 4.50 บาท คิดเป็น Dividend Yield 1.72% โดยมีการจ่ายเงินปันผลระหว่างกลางงวด 1H66 ไปแล้วที่อัตรา 1.35 บาท/หุ้น

## อัตราการจ่ายปันผลของ BH



ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## ประเมินมูลค่าพื้นฐานอิงวิธี DCF

Beta	0.77	<b>Enterprise Value (MB)</b>	<b>235,688</b>
Risk free rate	2.4%	Less: Net Debt (MB)	-6,088
Market risk premium	6.0%	E equity Value (MB)	241,776
Cost of equity	7.0%	Share Outstanding (M.S hare)	795
After-tax cost of debt	2.6%	<b>Equity Value per share (Bt/S hare)</b>	<b>304</b>
Tax rate	20.0%	Current Market Price (Bt/S hare)	262
Terminal growth	2.0%	Upside (Downside)	16.1%
Target capital structure			
Debt	10.0%		
E equity	90.0%		
<b>WACC</b>	<b>6.6%</b>		

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



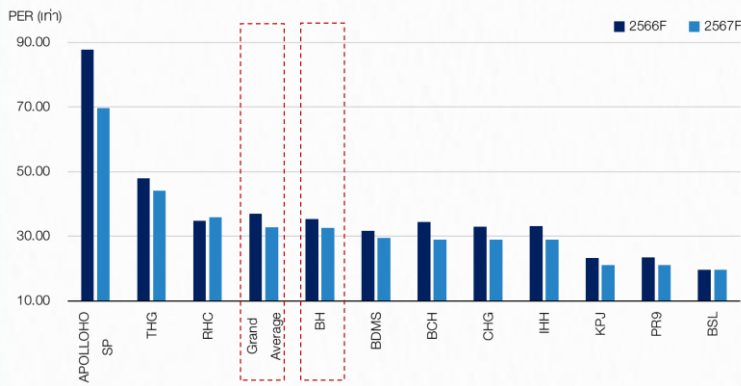
# Initial Coverage

## เปรียบเทียบ Valuation ของ BH กับ Peer

	Share price (USD)	Mkt.Cap (MUSD)	Revenue (MUSD)		Net profit		EBITDA Margin		Net Margin		ROE		PER (เท่า)		EPS Growth	
			2566F	2567F	2566F	2567F	2566F	2567F	2566F	2567F	2566F	2567F	2566F	2567F	2566F	2567F
<b>Domestic Healthcare Company</b>																
BDMS	0.7	11,674	2,672	2,857	368	399	24.3%	24.2%	13.8%	14.0%	14.7%	15.1%	31.69	29.51	0.4%	8.7%
BCH	0.5	1,370	334	357	40	47	24.7%	25.7%	11.9%	13.1%	11.1%	12.0%	34.41	28.98	-54.2%	18.8%
CHG	0.1	988	209	228	30	35	23.5%	24.0%	14.6%	15.3%	14.7%	15.7%	33.00	28.95	-58.3%	0.0%
PR9	0.5	366	125	134	16	18	22.4%	22.7%	13.0%	13.6%	11.4%	11.7%	23.52	21.01	-3.7%	9.5%
THG	1.8	1,504	316	344	33	35	22.7%	22.5%	10.3%	10.3%	10.7%	10.8%	47.87	44.15	-30.0%	10.5%
<b>Average</b>			<b>731</b>	<b>784</b>	<b>97</b>	<b>107</b>	<b>23.5%</b>	<b>23.8%</b>	<b>12.7%</b>	<b>13.3%</b>	<b>12.5%</b>	<b>13.1%</b>	<b>34.10</b>	<b>30.52</b>	<b>-29.1%</b>	<b>9.5%</b>
<b>Global Healthcare Company</b>																
IHH	1.2	10,855	4,181	4,436	340	378	22.4%	22.4%	8.1%	8.5%	6.1%	6.5%	33.14	28.86	-25%	16%
BSL	0.9	1,700	550	568	88	89	25.7%	25.1%	16.0%	15.7%	11.5%	11.1%	19.53	19.53	-24%	0.0%
RHC	31.9	7,569	9,791	10,566	221	220	13.4%	13.4%	2.3%	2.1%	8.6%	7.9%	34.72	35.89	55%	-2.9%
APOLLOHOSP	60.4	8,889	2,028	2,338	100	128	12.7%	12.9%	4.9%	5.5%	13.8%	15.9%	87.85	69.62	-27%	25%
KPJ	0.2	1,057	693	744	47	53	23.2%	23.0%	6.8%	7.1%	9.4%	9.9%	23.27	21.11	20%	10%
<b>Average</b>			<b>3,449</b>	<b>3,730</b>	<b>159</b>	<b>174</b>	<b>19.5%</b>	<b>19.4%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.8%</b>	<b>9.9%</b>	<b>10.3%</b>	<b>39.70</b>	<b>35.00</b>	<b>-0.2%</b>	<b>9.7%</b>
Grand Average							21%	21.6%	10.2%	10.5%	11.2%	11.7%	36.90	32.76	-14.7%	9.6%
<b>BH</b>	<b>7.12</b>	<b>5,790</b>	<b>706</b>	<b>766</b>	<b>192</b>	<b>208</b>	<b>38.7%</b>	<b>39.1%</b>	<b>27.4%</b>	<b>27.4%</b>	<b>32.4%</b>	<b>30.2%</b>	<b>29.77</b>	<b>27.43</b>	<b>42.7%</b>	<b>8.6%</b>

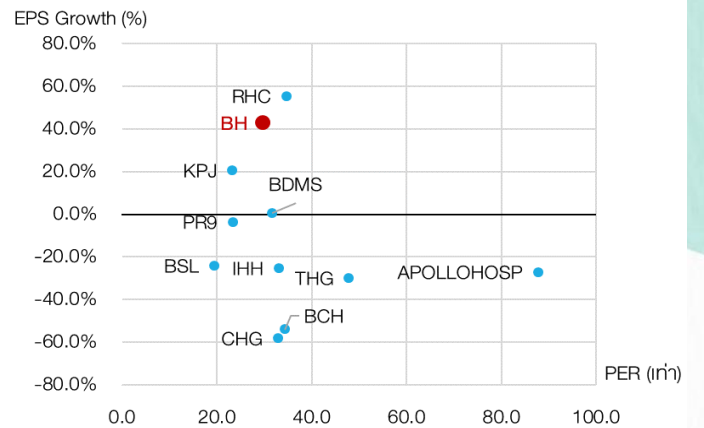
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## เปรียบเทียบ PER ปี 2566-2567 ของ BH กับ Peer



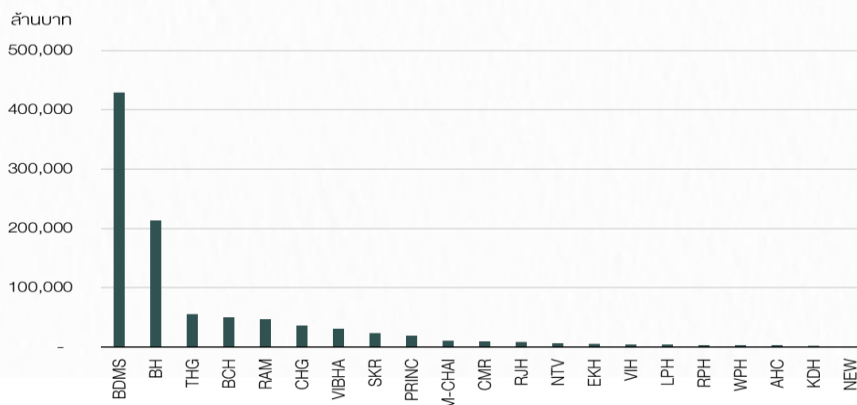
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## เปรียบเทียบ PER กับ EPS Growth ปี 2566 ของ BH กับ Peer



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## มูลค่าตลาด (Market Capitalization) บริษัทจดทะเบียนใน SET กลุ่มการแพทย์



หมายเหตุ: ใช้ราคาปิด ณ วันที่ 2 ต.ค. 2566

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# Initial Coverage

## การดำเนินการด้าน ESG

**Environment (E):** บริษัทมีการปฏิบัติด้านการรักษาสิ่งแวดล้อม ดังนี้

- ดำเนินการแผน OR Setback เพื่อลดการใช้พลังงาน เช่น การลดจำนวนการหมุนเวียนอากาศรายชั่วโมงเมื่อไม่ได้ใช้งานห้องผ่าตัด
- ลดปริมาณการใช้น้ำโดยการเพิ่มเซ็นเซอร์และตัวควบคุมในระบบ
- ติดตั้งระบบการใช้แสงยูวีที่มีความเข้มข้นสูงพิเศษเพื่อฆ่าและทำลายเชื้อโรค (UVGI) ให้เครื่องส่งลมในระบบ HVAC เพื่อทำลายการเจริญเติบโตของเชื้อโรค

**Social (S):** บริษัทมีการปฏิบัติด้านสังคม ดังนี้

- ดำเนินโครงการ “รักขใจไทย” การผ่าตัดเด็กโรคหัวใจพิการตั้งแต่กำเนิด โดยไม่เสียค่าใช้จ่าย ปัจจุบันค่าใช้จ่ายเฉลี่ยการผ่าตัดหัวใจแต่ละครั้งเฉลี่ยประมาณ 750,000 บาท
- โครงการหน่วยแพทย์เคลื่อนที่ร่วมกับกองทุนทอมสันเปิดให้บริการตรวจรักษาพยาบาลเบื้องต้นแก่ผู้ป่วยอาศัยในชุมชนกว่า 25 แห่งทั่วกรุงเทพฯ
- มอบทุนการศึกษาการพัฒนาหลักสูตรภาษาอาหรับ หลักสูตรละ 10 ทุน เพื่อสร้างทักษะแก่ผู้เรียนหลักสูตรพยาบาลศาสตร์และหลักสูตรผู้ช่วยพยาบาล

**Governance (G):** บริษัทมีการปฏิบัติด้านสังคม ดังนี้

- บริหารจัดการด้วยความรับผิดชอบและคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม ไม่ว่าจะเป็นผู้ป่วย บุคลากร ชัพพลายเออร์ สังคม และชุมชนเพื่อการพัฒนาธุรกิจที่ยั่งยืน
- ผนวกเป้าหมายการดำเนินการเพื่อความยั่งยืนให้เป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์ซึ่งมุ่งเน้นการสร้างสมดุลระหว่างการพัฒนางองค์กรและการเติบโต การบริหารความเสี่ยง ธรรมาภิบาลและสร้างคุณค่าให้กลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

# Initial Coverage

## ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญที่นักลงทุนควรให้ความสนใจ ได้แก่

1. **ความเสี่ยงจากการลดลงของกลุ่มผู้ป่วยชาวต่างชาติ:** BH มีสัดส่วนรายได้หลักมาจากกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติ คิดเป็น 2 ใน 3 ของรายได้ธุรกิจโรงพยาบาล อีกทั้งสัดส่วนรายได้หลักของรายได้ผู้ป่วยต่างชาติมาจากกลุ่มผู้ป่วยตะวันออกกลาง และกลุ่มผู้ป่วย CLMV หากเกิดเหตุการณ์ที่ทำให้ผู้ป่วยต่างชาติไม่สามารถเดินทางเข้ามาได้ อันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบ หรือนโยบายภาครัฐของประเทศที่เป็นฐานลูกค้าหลักที่สนับสนุนการรักษาภายในประเทศ รวมถึงสภาวะเศรษฐกิจ จะส่งผลกระทบต่อรายได้ธุรกิจโรงพยาบาลอย่างมีนัยสำคัญ
2. **ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์:** บุคลากรทางการแพทย์เป็นที่ต้องการเพิ่มขึ้นทั้งในโรงพยาบาลภาครัฐและเอกชน มากไปกว่านั้น BH เป็นโรงพยาบาลที่มุ่งเน้นการรักษาโรคซับซ้อน ซึ่งต้องการแพทย์ที่มีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์อย่างมาก หาก BH ไม่สามารถรักษาบุคลากรดังกล่าวได้ จะส่งผลกระทบต่อคุณภาพและมาตรฐานการให้บริการ
3. **ความเสี่ยงจากการขยายโรงพยาบาลใหม่:** ภายใต้ข้อจำกัดเรื่องสถานที่และจำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการถือเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการเติบโตในช่วงที่ผ่านมา การขยายโรงพยาบาลแห่งใหม่ที่ถูกต้อง อาจมีค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่ไม่เป็นไปตามแผนงาน ส่งผลให้การสร้างกำไรจากโรงพยาบาลแห่งใหม่เกิดความล่าช้า อีกทั้งการแข่งขันที่สูงขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชนรายอื่นที่เข้ามาในตลาด เพื่อแย่งชิงกลุ่มผู้ป่วยชาวต่างชาติ จะส่งผลกระทบต่อรายได้ของโรงพยาบาลแห่งใหม่



# Initial Coverage

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ BH

### งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
ยอดขาย	20,646	25,735	27,893	30,500
ต้นทุนขาย	-11,099	-13,150	-14,233	-15,496
กำไรขั้นต้น	9,546	12,585	13,660	15,004
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	-3,798	-4,246	-4,602	-5,033
ดอกเบี้ยจ่าย	-4	-4	-5	-5
ค่าใช้จ่ายอื่น	-3			
รายได้อื่น	46	46	46	46
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	6,049	8,634	9,373	10,312
ภาษีเงินได้	-1,072	-1,530	-1,661	-1,828
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	39	55	60	66
รายการพิเศษอื่น ๆ				
กำไรสุทธิ	4,938	7,048	7,651	8,418
กำไรจากการดำเนินงาน	4,938	7,048	7,651	8,418
Norm EPS	6.21	8.87	9.63	10.59
การเติบโตของยอดขาย	66.4%	24.7%	8.4%	9.3%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	281.0%	42.7%	8.6%	10.0%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	46.2%	48.9%	49.0%	49.2%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	23.9%	27.4%	27.4%	27.6%

### งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	3Q65	4Q65	1Q66	2Q66
ยอดขาย	5,673	5,968	6,050	6,029
ต้นทุนขาย	-2,930	-3,136	-3,150	-3,041
กำไรขั้นต้น	2,743	2,831	2,900	2,988
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	-999	-1,046	-1,013	-986
ดอกเบี้ยจ่าย	-1	-1		
ค่าใช้จ่ายอื่น		-3	-3	
รายได้อื่น	12	8	25	35
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,821	1,889	1,949	2,148
ภาษีเงินได้	-316	-335	-355	-382
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	3	8	10	18
รายการพิเศษอื่น ๆ				
กำไรสุทธิ	1,501	1,546	1,583	1,748
กำไรจากการดำเนินงาน	1,501	1,546	1,583	1,748
Norm EPS	1.89	1.94	1.99	2.20
ยอดขาย (QoQ)	15.7%	5.2%	1.4%	-0.3%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	21.6%	3.2%	2.4%	3.0%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	28.8%	3.0%	2.4%	10.4%

### อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	3.34	3.76	4.31	4.86
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	3.20	3.57	4.12	4.67
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	7.77	7.14	7.14	7.14
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	34.07	25.00	25.00	25.00
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	10.23	10.23	10.23	10.23
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.21	0.20	0.18	0.17
Net Gearing	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	21.9%	26.9%	25.3%	24.4%
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	26.3%	32.4%	30.1%	28.7%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# Initial Coverage

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ BH

### งบกระแสเงินสด

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	6,049	8,634	9,373	10,312
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	164			
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	1,117	1,317	1,517	1,717
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้ อื่นๆ				
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	-517	-1,002	-97	-127
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	6,213	7,418	9,131	10,074
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-3,365	-309	-325	-341
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-1			
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-1,140	-2,000	-2,000	-2,000
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-3,223	-2,374	-2,381	-2,399
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	-73			
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-41			
ลด จ่ายปันผล	-2,543	-3,577	-3,974	-4,372
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	-2,656	-3,577	-3,974	-4,372
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	334	1,467	2,775	3,303

### งบดุล

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	2,091	3,558	6,334	9,637
ลูกหนี้การค้า	2,658	3,603	3,905	4,270
สินค้าคงเหลือ	326	526	569	620
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	26	33	36	39
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	11,731	12,414	12,897	13,180
สินทรัพย์รวม	24,259	28,196	32,248	36,728
เจ้าหนี้การค้า	1,085	1,286	1,392	1,515
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	142	168	182	199
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	24	24	24	24
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	40	40	40	40
หนี้สินรวม	4,253	4,664	4,979	5,347
ทุนที่ชำระแล้ว	796	796	796	796
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	450	450	450	450
กำไรสะสม	18,448	21,918	25,595	29,642
ส่วนของผู้ถือหุ้น	20,005	23,532	27,269	31,381
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	300	355	415	482
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	24,259	28,196	32,248	36,728

### สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
จำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการ	459.00	506.00	518.00	525.00
รายได้ต่อเตียง (บาท/เตียง)	76,003	83,603	87,783	92,172
รายได้ผู้ป่วยใน	9,546	12,816	13,314	14,130
จำนวนผู้ป่วยนอกเฉลี่ยต่อวัน (คน)	3,006	3,025	3,080	3,135
ค่าใช้จ่ายต่อผู้ป่วยนอกเฉลี่ย (บาท/คน)	9,425	10,876	11,964	13,160
รายได้ผู้ป่วยนอก	10,341	12,009	13,486	15,059
Gross margin	46.2%	48.9%	49.0%	49.2%
SG&A/Sale	18.4%	16.5%	16.5%	16.5%
Effective tax rate	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส