

# EQUITY TALK

## RE-INITIATE COVERAGE

### โรงพยาบาลเอกชนผ่าตัดเปลี่ยนไตเบอร์ 1

PR 9 ประกอบธุรกิจโรงพยาบาลเดี่ยวที่มุ่งเน้นการรักษาโรคซับซ้อนด้วยราคาที่คุ้มค่า เชี่ยวชาญด้านการผ่าตัดเปลี่ยนไตอันดับ 1 เทียบกับโรงพยาบาลเอกชนในประเทศ และตั้งอยู่บนบริเวณย่านศูนย์กลางธุรกิจใหม่ (New CBD) ที่มีประชากรหนาแน่น ได้รับการรับรองมาตรฐานระดับสากลเทียบเท่ากับโรงพยาบาลชั้นนำของโลก

แนวโน้มการเติบโตในช่วง 3-5 ปีข้างหน้าจะมาจากการขยายฐานผู้ป่วยตะวันออกกลาง และการยกระดับศูนย์การแพทย์เฉพาะทางเพื่อรองรับผู้ป่วยโรคซับซ้อนมากขึ้น รวมถึงศูนย์การแพทย์ใหม่ (อาคาร B) สามารถสร้างรายได้จากกลุ่มผู้ป่วยใหม่ที่เน้นการใส่ใส่อุปกรณ์ ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรในปี 2567-2572 จะเติบโตเฉลี่ย 11% ต่อปี ประเมินราคาเหมาะสมอยู่ที่ 22.10 บาท/หุ้น ให้น้ำหนักการลงทุน **OUTPERFORM**

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ	568	558	642	732	812
Norm Profit	508	558	642	732	812
EPS (บาท)	0.72	0.71	0.82	0.93	1.03
DPS (บาท)	0.29	0.30	0.37	0.42	0.46
Norm PER (เท่า)	27.5	26.5	23.1	20.2	18.3
Dividend Yield (%)	1.5%	1.6%	2.0%	2.2%	2.5%
PBV (เท่า)	3.12	2.91	2.72	2.54	2.36
EV/EBITDA	13.2	13.2	11.3	9.9	8.8
ROE (%)	12.0%	11.0%	11.8%	12.5%	12.9%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : Sideways up

แนวรับ : 18.70/18 บาท

แนวต้าน : 20.80/21.30 บาท

**OUTPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX

**NEUTRAL:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

**UNDERPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่น้อยกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX



2 เมษายน 2567

# PR9

## Outperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	19.10
ราคาเป้าหมาย (บาท)	22.10
Upside (%)	15.7
Dividend yield (%)	2.0

#### CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	0.82	0.78	5%
2568F	0.93	0.84	11%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### ESG RATING

SET ESG Ratings	AAA
ที่มา: Settrade	
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption	ได้รับการรับรอง
ที่มา: IAA CONSENSUS	

#### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ประสิทธิ์ รัตนกิจจมา CFA, CISA

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และทางเทคนิค  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

อนุภาพ ศรีบุญประสิทธิ์  
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

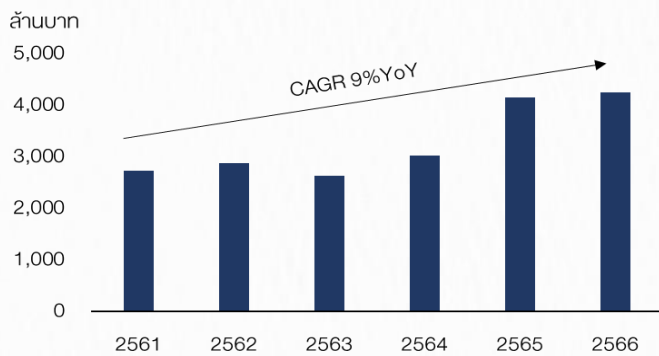
# EQUITY TALK

## โรงพยาบาลที่มุ่งเน้นรักษาโรคซับซ้อนย่าน New CBD

PR9 ประกอบธุรกิจโรงพยาบาลเดี่ยว (Stand-Alone) ที่ตั้งอยู่ย่านศูนย์กลางธุรกิจใหม่ (New CBD) บริเวณถนนพระราม 9 รายล้อมไปด้วยกิจกรรมทางเศรษฐกิจ อาทิ พื้นที่สำนักงาน ศูนย์การค้า และการขนส่งมวลชน ถือเป็นโรงพยาบาลระดับตติยภูมิ (Tertiary Care) ที่มุ่งเน้นการรักษาโรคซับซ้อน และมีชื่อเสียงอย่างมากเกี่ยวกับการรักษาโรคไตและการผ่าตัดเปลี่ยนไต พร้อมด้วยเทคโนโลยีทางการแพทย์ที่ทันสมัย โดยได้รับการรับรองมาตรฐานคุณภาพการให้บริการระดับสากล JCI มีศูนย์การแพทย์เฉพาะทางครอบคลุมการรักษาโรคทั่วไปและโรคซับซ้อน จุดเด่นของ PR9 คือ ท่าเรือที่ตั้งบนถนนพระราม 9 ซึ่งมีประชากรหนาแน่นทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติ โดยเฉพาะชาวจีน Expat รวมถึงความสามารถในการรักษาโรคซับซ้อนที่มีค่ารักษาพยาบาลเหมาะสม และมีความคุ้มค่า (Value for Money Services) เมื่อเทียบกับโรงพยาบาลเอกชนชั้นนำอื่นๆ

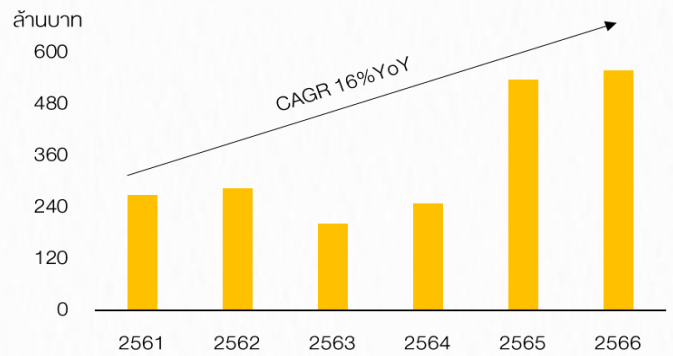
ผลประกอบการในช่วงปี 2561-2566 มีกำไรจากการดำเนินงานเติบโตเฉลี่ยปีละ 16% โดยกำไรจากการดำเนินงานลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2563 จากการแพร่ระบาดของโรคโควิด-19 ส่งผลให้มีจำนวนผู้ใช้บริการทั้งชาวไทยและต่างชาติลดลง ในปีดังกล่าว PR9 ได้ขยายศักยภาพในการรองรับผู้ป่วย โดยการเปิดใช้อาคาร B ซึ่งเป็นอาคารที่มุ่งเน้นการให้บริการการรักษาก่อนการเกิดโรคและส่งเสริมสุขภาพ ภายหลังสถานการณ์โควิดคลี่คลายผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาตินกลับมาใช้บริการ ส่งผลให้กำไรปกติทำระดับสูงสุดในปี 2565 ที่ 538 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 116% YoY สำหรับกำไรจากการดำเนินงานในปี 2566 อยู่ที่ 558 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 3.8% YoY สนับสนุนจากรายได้ที่เพิ่มเข้ามาจากอาคาร B อาทิ ศูนย์เลสิก ศูนย์ความงาม และศูนย์ตรวจสุขภาพ

รายได้จากการดำเนินงาน



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, PR9

กำไรจากการดำเนินงาน



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, PR9

# EQUITY TALK

ฝ่ายวิจัยมองว่าโอกาสในการเติบโตของ PR 9 ยังมีอีกมาก โดยการเติบโตจะมาจากการขยายฐานลูกค้าต่างชาติใหม่ๆ อาทิ กลุ่มผู้ป่วยตะวันออกกลางที่ปัจจุบันยังมีสัดส่วนต่อรายได้ค่ารักษาพยาบาลเพียง 1% ถือเป็นกลุ่มที่มีค่ารักษาพยาบาลต่อบิลสูงและมีระยะเวลาในการรักษานาน เข้ามารักษาโรคซับซ้อนเป็นหลัก นอกเหนือไปจากกลุ่มดังกล่าว PR9 ยังมุ่งเน้นขยายฐานลูกค้าต่างชาติอื่นๆมากขึ้น โดยจะมีการเปิดศูนย์ International Center เพื่อรองรับผู้ป่วยต่างชาติในงวด 2Q67

นอกจากนั้น PR9 ยังมุ่งยกระดับมาตรฐานและเพิ่มความเชี่ยวชาญด้านการรักษาโรคซับซ้อนด้วยเทคโนโลยีที่ทันสมัยในศูนย์ต่างๆ อาทิ ศูนย์โรคมะเร็ง โดยจะเพิ่มการตรวจความเสี่ยงโรคมะเร็งจากพันธุกรรม และเพิ่มโอกาสการเติบโตในผู้ป่วยที่มารักษาโรคไตและเปลี่ยนไต ด้วยวิธีการขยายเครือข่ายโรงพยาบาลพันธมิตรในต่างจังหวัด เพื่อส่งต่อผู้ป่วยไตมารักษาที่ PR9 ส่งผลให้ลดข้อจำกัดของการเป็นโรงพยาบาลเดี่ยว ปัจจุบัน PR9 มีเครือข่ายพันธมิตรส่งต่อผู้ป่วยเปลี่ยนไตทั้งหมด 10 แห่ง

อีกปัจจัยสำคัญในการขับเคลื่อนผลประกอบการ คือ ศูนย์การแพทย์พระรามเก้า (อาคาร B) ซึ่งเป็นอาคารที่มุ่งเน้นการรักษาเชิงป้องกัน การดูแลสุขภาพ อาทิ ศูนย์ตรวจสุขภาพ ศูนย์ผิวหนังและความงาม ศูนย์เลสิก โดยจะให้ความสำคัญกับกลุ่มผู้ต้องการดูแลและส่งเสริมสุขภาพ ซึ่งเป็นส่วนผลักดันรายได้อื่นนอกเหนือจากการรักษาโรครายกและซับซ้อน ในราคาที่เข้าถึงได้พร้อมกับมาตรฐานการรักษาระดับสากล



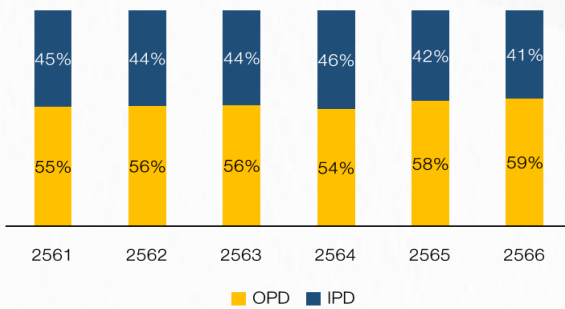
ที่มา: PR9

# EQUITY TALK

## สพ.เอกชนที่มีมาตรฐานระดับโลกในราคาที่คุ้มค่า

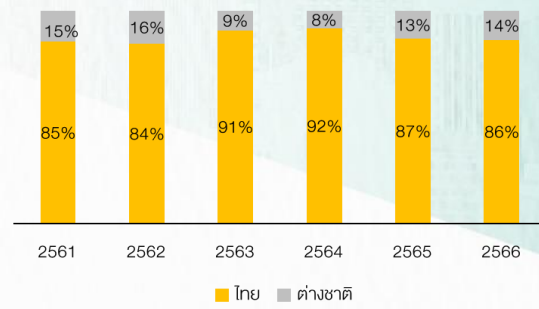
PR 9 ประกอบธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนที่ตั้งอยู่บนย่านศูนย์เศรษฐกิจใหม่ (New CBD) ให้บริการรักษาโรคทั่วไปและโรคที่มีความซับซ้อน ครอบคลุมการให้บริการส่งเสริมสุขภาพ ป้องกัน ตรวจรักษาและฟื้นฟู ในอัตราค่ารักษาพยาบาลที่คุ้มค่า (Value for Money Services) โดยมี 3 สถาบันทางการแพทย์ (สถาบันโรคไตและเปลี่ยนไต, สถาบันหัวใจและหลอดเลือด, สถาบันรักษาความปวดและเสริมสร้างความเข้มแข็ง) และ 28 ศูนย์การแพทย์ ได้รับการรับรองมาตรฐานระดับสากล JCI กลุ่มลูกค้าเป้าหมายของ PR9 แบ่งเป็น 2 กลุ่มหลัก ได้แก่ กลุ่มผู้ป่วยเงินสดที่มาปรึกษาโรคทั่วไปและโรคที่มีความซับซ้อน และกลุ่มผู้ป่วยแบบคู่สัญญา ปัจจุบันมีห้องตรวจทั้งหมด 158 ห้อง และมีเตียงพร้อมให้บริการทั้งหมด 204 เตียง

โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทการให้บริการ



ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, PR9

โครงสร้างรายได้แบ่งตามสัญชาติ

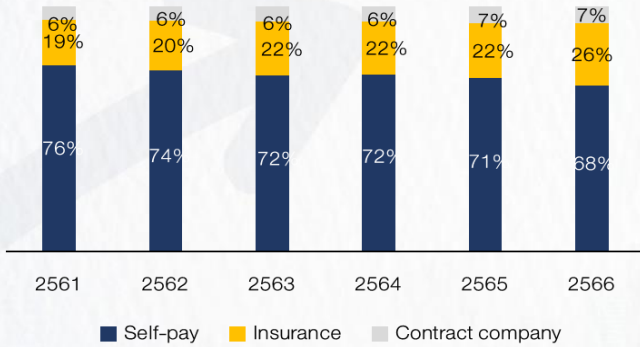


ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, PR9

สำหรับโครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทการให้บริการในช่วงปี 2561-2566 มีสัดส่วนรายได้ผู้ป่วยนอก (OPD) ก่อนข้างคงที่เฉลี่ยอยู่ที่ 56% และมีสัดส่วนรายได้ผู้ป่วยใน (IPD) เฉลี่ยอยู่ที่ 44% ในส่วนของโครงสร้างรายได้แบ่งตามสัญชาติในปี 2566 มีสัดส่วนรายได้ผู้ป่วยไทยอยู่ที่ 86% และสัดส่วนรายได้ผู้ป่วยต่างชาติอยู่ที่ 14% โดยสัดส่วนรายได้ผู้ป่วยต่างชาติมีแนวโน้มกลับไปสู่ระดับช่วงก่อนเกิดการระบาดของโรคโควิดที่ประมาณ 15-16% หากพิจารณาโครงสร้างรายได้แบ่งตามผู้ใช้บริการในปี 2566 พบว่าสัดส่วนรายได้ผู้ป่วยเงินสดอยู่ที่ 68% รองลงมาเป็นส่วนรายได้คู่สัญญาบริษัทประกันอยู่ที่ 26% และสัดส่วนรายได้คู่สัญญาลูกค้าองค์กรอยู่ที่ 7%

# EQUITY TALK

## โครงสร้างรายแบ่งตามผู้ใช้บริการ

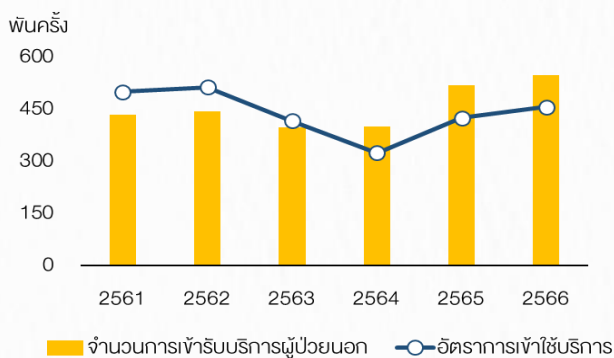


ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, PR9

ปริมาณการให้บริการผู้ป่วยนอกในช่วงปี 2561-2566 เติบโตเฉลี่ย 5% ต่อปี โดยจำนวนผู้ป่วยนอกเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากการฟื้นตัวของกลุ่มผู้ป่วยทั่วไปภายหลังสถานการณ์โควิดคลี่คลาย รวมทั้งการกลับมาใช้บริการของผู้ป่วยต่างชาติมากขึ้น ส่งผลให้ปี 2566 จำนวนผู้ใช้บริการผู้ป่วยนอกทำระดับสูงสุดอยู่ที่ 547,000 ครั้ง เพิ่มขึ้น 5.4%YoY ในส่วนของค่ารักษาพยาบาลผู้ป่วยนอกปี 2561-2566 เติบโตเฉลี่ย 6% ต่อปี อยู่ในช่วง 3,457-4,591 บาท/ครั้ง โดยปี 2566 ค่ารักษาพยาบาลอยู่ที่ 4,553 บาท/ครั้ง ลดลง 0.8%YoY

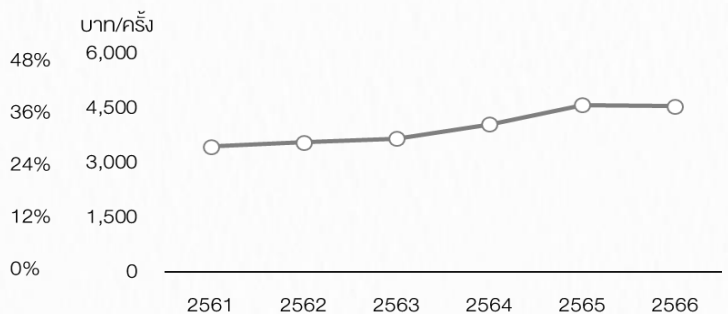
PR9 ถือเป็นโรงพยาบาลที่มุ่งเน้นการรักษาโรคซับซ้อนที่มีอัตราค่าบริการสมเหตุสมผล โดยจะมีค่ารักษาพยาบาลถูกกว่าโรงพยาบาลเอกชนชั้นนำในประเทศประมาณ 5-10% เพื่อเป็นทางเลือกให้กับผู้ป่วยที่มีรายได้ระดับปานกลางไปจนถึงระดับสูงที่ต้องการรับบริการที่สะดวกสบาย หรือการรักษาที่มีคุณภาพสูงในราคาที่คุ้มค่า

## ปริมาณการใช้บริการผู้ป่วยนอก



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, PR9

## ค่ารักษาพยาบาลผู้ป่วยนอก



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, PR9

# EQUITY TALK

หากเปรียบเทียบค่ารักษาพยาบาลเฉลี่ยในปี 2566 ของ PR9 กับโรงพยาบาลชั้นนำในประเทศ พบว่ามีค่ารักษาที่สูงกว่าโรงพยาบาลระดับกลาง เนื่องจาก PR9 ตั้งอยู่ศูนย์กลางธุรกิจและมุ่งเน้นการรักษาโรครายหายซับซ้อน แต่ใกล้เคียงกับ BDMS ที่มีโรงพยาบาลเครือข่ายทั่วประเทศ อย่างไรก็ตาม PR9 มีค่ารักษาต่ำกว่าหากเทียบกับโรงพยาบาลในบริเวณพื้นที่ใกล้เคียงของ BDMS อาทิ โรงพยาบาลกรุงเทพ โรงพยาบาลเปาโล และโรงพยาบาลพญาไท และต่ำกว่า BH ที่เน้นผู้ป่วยระดับบน

## ตัวอย่างอัตราค่าบริการเปรียบเทียบกับโรงพยาบาลเอกชนชั้นนำ

การให้บริการ/โรงพยาบาล (หน่วย:บาท)	พระราม 9	บำรุงราษฎร์	กรุงเทพ	สปีดเวจ ศรีนครินทร์	พญาไท นวนิพันธ์	เปาโล พหลโยธิน	เกษมราษฎร์ บางแค	จุฬารัตน์	ธนบุรี
การเพาะเชื้อเพื่อตรวจหาเชื้อแบคทีเรียที่ใช้ออกซิเจน(เชื้อชนิด Aerobic)	979	1,740	2,320	NA	1,315	1,330	660	420	1,134
ตรวจดูเชื้อวันโรคทางกล้องจุลทรรศน์ โดยวิธีย้อมสีเอสิคฟาสในสิ่งส่งตรวจ	319	770	930	322	430	440	300	330	756
การถ่ายภาพรังสีด้วยเครื่องเอกซเรย์คอมพิวเตอร์บริเวณทรวงอก	8,890	20,550	20,900	15,534	11,050	23,950	11,800	15,300	10,280
การถ่ายภาพรังสีด้วยเครื่องเอกซเรย์คอมพิวเตอร์บริเวณสมอง	6,666	12,200	24,490	14,417	8,775	10,625	7,500	14,475	7,718
การตรวจไวรัสไข้เลือดออก (Dengue) โดยการตรวจนับเชื้อไวรัสเชิงปริมาณ (ด้วยวิธี PCR)	2,400	5,230	5,570	4,019	4,230	2,565	NA	4,950	2,887
หอผู้ป่วยวิกฤต	6,400	10,230	9,000	12,955	9,900	12,800	6,700	4,500	3,050

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, กรมการแพทย์ใน

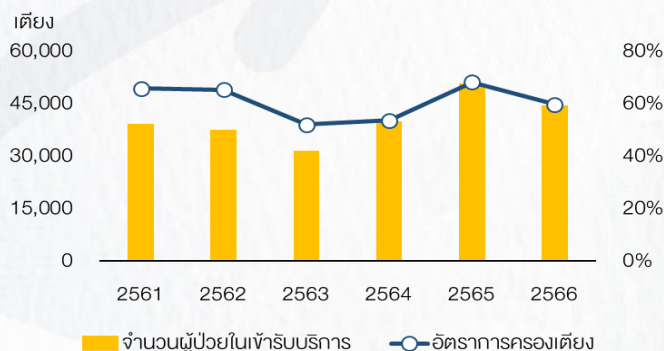
สำหรับปริมาณการให้บริการผู้ป่วยใน (IPD) ปี 2561-2566 เติบโตเฉลี่ยปีละ 3% โดยมีผู้ป่วยเข้ามารับการรักษายู่ในช่วง 31,573-50,826 เตียง/ปี และอัตราการครองเตียงอยู่ในช่วง 52-68% จำนวนผู้ป่วยในเพิ่มขึ้นตามความต้องการรักษาโรครายหายซับซ้อนที่เพิ่มสูงขึ้น ในปี 2563 จำนวนผู้ป่วยในลดลงจากการชะลอการรักษในช่วงของการระบาดของสถานการณ์โควิด และมีอัตราการครองเตียงลดลงจากการเพิ่มขึ้นของจำนวนเตียงจากการเปิดศูนย์การแพทย์ใหม่ (อาคาร B) จำนวน 38 เตียง ภายหลังจากสถานการณ์โควิดคลี่คลาย ผู้ป่วยกลับมาใช้บริการมากขึ้น สำหรับปี 2566 ถือเป็นฟื้นตัวจากกลุ่มผู้ป่วยภาคปกติทั้งชาวไทยและต่างชาติเป็นสำคัญ ถึงแม้จำนวนผู้ป่วยในจะลดลง 12%YoY มาอยู่ที่ 44,530 เตียง แต่หากไม่รวมรายการที่เกี่ยวข้องกับการรักษาผู้ป่วยโควิดจำนวนผู้ป่วยในยังคงเติบโตได้

สำหรับค่ารักษาพยาบาลผู้ป่วยใน (IPD) ปี 2561-2566 อยู่ในช่วง 30,828 – 38,430 บาท/วันนอน มีอัตราการเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 5% ต่อปี โดย PR9 มีการสำรวจค่ารักษาพยาบาลกับโรงพยาบาลชั้นนำอื่นอย่างสม่ำเสมอ และต้องการให้มีช่องว่างของราคาเมื่อเทียบกับกลุ่มราว 5-10% เพื่อให้ลูกค้าเข้าถึงการบริการระดับมาตรฐานสากลในราคาที่คุ้มค่า จึงไม่มีนโยบายการปรับราคาในทุกปี แต่จะ

# EQUITY TALK

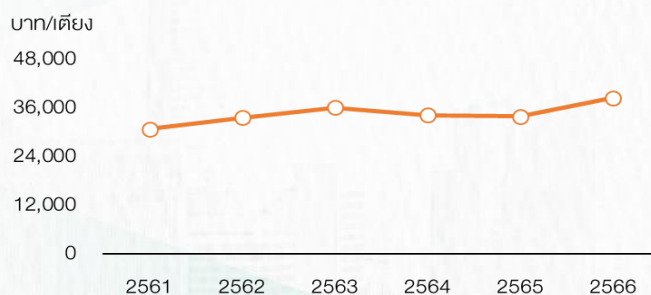
ปรับเพิ่มขึ้นในบางหมวด โดยอ้างอิงจากการสำรวจและการเพิ่มขึ้นของต้นทุนเป็นหลัก

### ปริมาณการใช้บริการผู้ป่วยใน



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, PR9

### ค่ารักษาพยาบาลผู้ป่วยใน



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, PR9

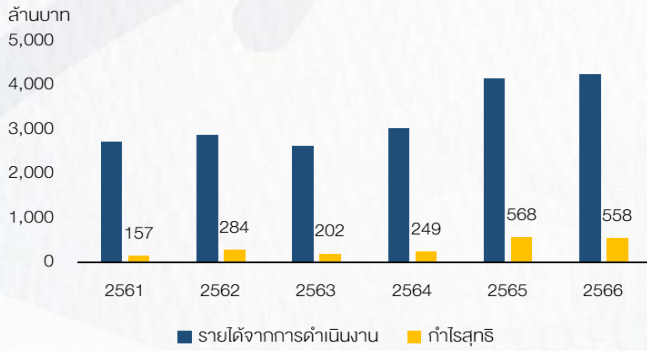
## อัตราการกำไรเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ผลการดำเนินงานในช่วงปี 2561-2566 PR9 มี Net profit margin เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง อยู่ในช่วง 5.8%-13.7% โดย Net profit margin ลดลงในปี 2563 อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด ผู้ป่วยชะลอการรักษา และคนไข้ชาวต่างชาติไม่สามารถเดินทางเข้ามาได้ แต่หลังจากสถานการณ์ดังกล่าวคลี่คลาย Net profit margin ทำระดับสูงสุดที่ 13.8% ส่งผลให้ปี 2565 มีกำไรสุทธิสูงสุดเป็นประวัติการณ์อยู่ที่ 568 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 128%YoY หนุนจากรายได้กิจการโรงพยาบาลที่เพิ่มขึ้น 38% จากความต้องการรักษาพยาบาลที่คงค้างในช่วงที่ผ่านมของผู้ป่วยชาวต่างชาติ และผู้ป่วยชาวไทยภาคปกติกลับมาใช้บริการมากขึ้นสอดคล้องกับรายได้โควิดที่ทยอยลดลง อีกทั้งมีการบันทึกรายการพิเศษจากรายได้วัคซีนของลูกค้าที่ไม่มาใช้บริการจำนวน 30 ล้านบาท สำหรับปี 2566 PR9 มีกำไรสุทธิอยู่ที่ 558 ล้านบาท ลดลง 1.7%YoY จากฐานที่สูงในปีก่อนหน้า โดยรายได้กิจการโรงพยาบาลยังขยายตัวได้ 2.3% ตามความ

# EQUITY TALK

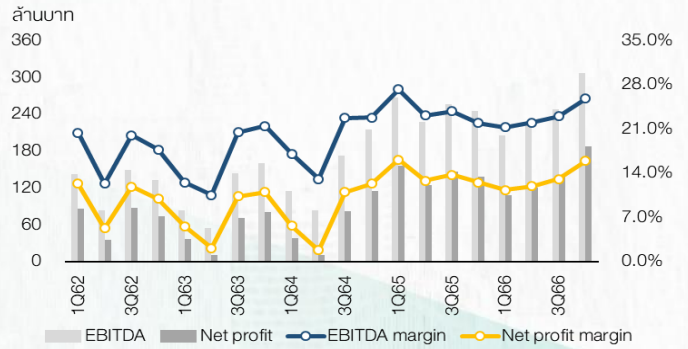
ต้องการในการรักษาโรคซับซ้อนหรือโรคร้าย หากไม่รวมรายการพิเศษที่เกิดขึ้น  
ในปี 2565 กำไรจากการดำเนินงานจะเติบโต 3.8YoY

ผลประกอบการปี 2561-2566



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, PR9

ประสิทธิภาพการดำเนินงานไตรมาส



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, PR9

สำหรับกำไรสุทธิงวด 4Q66 อยู่ที่ 188 ล้านบาท (+34%QoQ,+36%YoY) ได้รับปัจจัยหนุนจากผลกระทบตามฤดูกาล เนื่องจากผู้ป่วยจะเข้ามาใช้บริการตรวจสุขภาพ ศูนย์ศัลยกรรมความงาม และศูนย์เลสิก เป็นจำนวนมาก อีกทั้งผู้ป่วยที่เข้ามารักษาโรคร้ายหรือซับซ้อนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยรายได้กิจการโรงพยาบาลขยายตัวได้ 10% เมื่อเทียบกับงวด 3Q66 และ 6% เมื่อเทียบกับงวด 4Q65 ในขณะที่ต้นทุนกิจการโรงพยาบาลเพิ่มขึ้นเพียง 4% จากผลของการประหยัดต่อขนาด ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 35.2% เทียบกับงวด 3Q66 ที่ 33% และเทียบกับงวด 4Q65 ที่ 34%

แนวโน้มผลประกอบการงวด 1Q67 ฝ่ายวิจัยคาดว่ากำไรสุทธิจะปรับตัวลดลงจากฐานที่สูงในไตรมาสก่อนหน้า และเข้าสู่ช่วง Low season ของการตรวจสุขภาพ อย่างไรก็ตามคาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโตได้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน จากผู้ป่วยที่มารับการรักษาโรคซับซ้อนที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง รายได้ที่เติบโตได้ในทุกศูนย์การแพทย์ของอาคาร B และการฟื้นตัวของผู้ป่วยชาวจีนภายหลังจากมีการประกาศใช้มาตรการฟรีวีซ่าถาวรไทย-จีน

## เสริมแกร่งผ่านเครือข่ายพันธมิตรรับส่งต่อผู้ป่วยไต

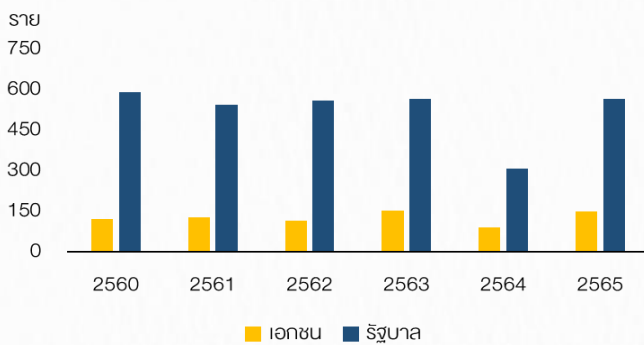
ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา PR9 ได้นำเงินจากการเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไปก่อสร้างอาคารใหม่ (อาคาร B) ทำให้มีศักยภาพในการรองรับผู้ป่วยมากขึ้น ลดข้อจำกัดของการเป็นโรงพยาบาลเดี่ยว (Stand-Alone) แผนกลยุทธ์ของ PR9 คือมุ่งสู่โรงพยาบาลที่เน้นการรักษาโรคซับซ้อนครอบคลุมทุกสาขาโรคในราคาที่



# EQUITY TALK

คัมค่า โดย PR9 ถือเป็นโรงพยาบาลที่มีชื่อเสียงในการรักษาโรคไตและเปลี่ยนไตมากที่สุดแห่งหนึ่งของประเทศ และยังได้รับมาตรฐานในการรักษาโรคไตและเปลี่ยนไตจาก JCI โดยมีสัดส่วนรายได้จากสถาบันโรคไตและเปลี่ยนไตราว 13-15% ของรายได้ค่ารักษาพยาบาล อ้างอิงข้อมูลจากสมาคมปลูกถ่ายอวัยวะแห่งประเทศไทย พบว่าตั้งแต่จัดตั้งโรงพยาบาล PR9 ผ่าตัดเปลี่ยนไตไปแล้วทั้งหมด 738 ราย โดยในปี 2566 ทำสถิติผ่าตัดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 103 ราย เพิ่มขึ้น 20%YoY มากเป็นอันดับ 3 จากโรงพยาบาลทั้งหมดทั่วประเทศ และมากเป็นอันดับ 1 จากโรงพยาบาลเอกชนทั้งหมด โดย PR 9 มีกลยุทธ์สำคัญ คือ การสร้างเครือข่ายโรงพยาบาลพันธมิตรในการรับส่งต่อผู้ป่วยโรคยากซับซ้อน โดยเฉพาะผู้ป่วยที่ต้องการเปลี่ยนไตของโรงพยาบาลพันธมิตร โดยให้มาลง Waiting list ที่ PR9 เมื่อมีการผ่าตัดเปลี่ยนไตแล้วเสร็จ ผู้ป่วยจะถูกส่งกลับไปรักษาฟื้นฟูที่โรงพยาบาลพันธมิตร ปัจจุบัน PR9 มีเครือข่ายพันธมิตรทั้งหมด 10 แห่ง ในการรับส่งต่อผู้ป่วยโรคยากหรือซับซ้อน โดยเฉพาะผู้ป่วยเปลี่ยนไตถือเป็นการขยายฐานรายได้และเพิ่ม Waiting list เพื่อช่วยลดข้อจำกัดของการเป็นโรงพยาบาลเดี่ยว

จำนวนผู้ปลูกถ่ายไตแยกตามประเภทโรงพยาบาล



ที่มา: สมาคมปลูกถ่ายอวัยวะแห่งประเทศไทย

จำนวนผู้ปลูกถ่ายไตในปี 2565

โรงพยาบาล	ผู้ป่วยรับการปลูกถ่ายไต		รวม
	จาก Deceased donor	จาก Living donor	
รามารับดี	116	41	157
ศิริราช	59	35	94
พระรามเก้า	78	8	86
มหाराชนครเชียงใหม่	39	16	55
จุฬาลงกรณ์	33	21	54
ศรีนครินทร์	43	4	47
สถาบันโรคไต ภูมิราชนครินทร์	28	1	29
ธรรมศาสตร์เฉลิมพระเกียรติ	23	4	27
บำรุงราษฎร์	16	6	22
ราชวิถี	16	4	20
พระมงกุฎเกล้า	15	2	17
มหाराชนครราชสีมา	7	9	16

ที่มา: สมาคมปลูกถ่ายอวัยวะแห่งประเทศไทย

## ขยายฐานผู้ป่วยต่างชาติกลุ่มใหม่มากขึ้น

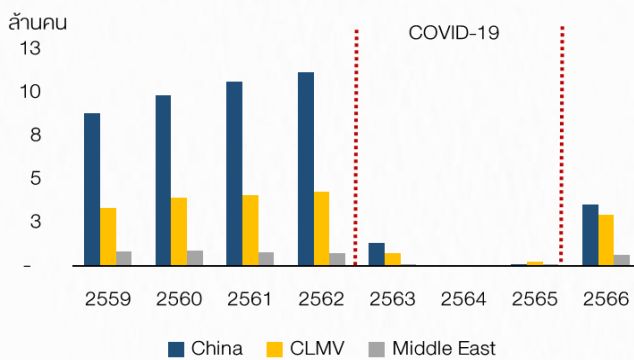
การมุ่งเน้นขยายฐานลูกค้าต่างชาติเป็นหนึ่งในกลยุทธ์สำคัญที่จะสร้างการเติบโตในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า โดย PR9 จะมีการเปิดศูนย์ International Center ภายใน 2Q67 เพื่อบริหารและจัดการผู้ป่วยต่างชาติไว้ในพื้นที่เดียวกัน ซึ่งจะเพิ่มประสิทธิภาพการให้บริการและความพึงพอใจของผู้ป่วย นอกจากนี้ยังจัดตั้งทีมการตลาดต่างประเทศ ซึ่งทำหน้าที่ติดต่อกับสถานทูตต่างประเทศและ Medical

# EQUITY TALK

agent โดยกลุ่มเป้าหมายที่ PR9 เริ่มขยายตลาดมากขึ้น คือ กลุ่มผู้ป่วยตะวันออกกลาง ปัจจุบันมีสัดส่วนประมาณ 1% ของรายได้รวม ถือเป็นโอกาสที่สำคัญ เนื่องจากกลุ่มผู้ป่วยตะวันออกกลางเน้นการรักษาโรคมะเร็งซับซ้อน ค่าใช้จ่ายในการรักษาต่อบิลสูง และระยะเวลาในการเข้ารักษาที่นาน

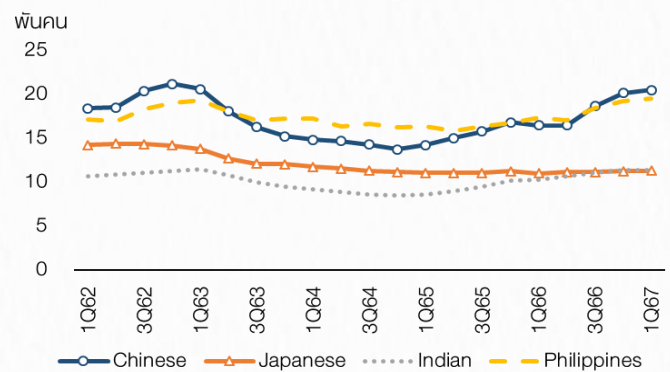
หากพิจารณาสัดส่วนรายได้ผู้ป่วยต่างชาติในปี 2566 PR9 มีสัดส่วนอยู่ที่ 14% ของรายได้ค่ารักษาพยาบาล ผู้ป่วยต่างชาติหลัก คือ จีนและพม่าที่มีรายได้รวมกันคิดเป็นสัดส่วน 70% ของรายได้ผู้ป่วยต่างชาติ โดยเฉพาะกลุ่มที่เป็นผู้ป่วยชาวจีนที่อาศัยอยู่ในประเทศไทย (Expat) เนื่องจากโรงพยาบาลตั้งอยู่บริเวณถนนพระราม 9 ซึ่งเป็นศูนย์กลางเศรษฐกิจใหม่ (New CBD) มีประชากรหนาแน่นและใกล้กับสถานทูตจีน มีชาวจีนอาศัยเป็นจำนวนมาก หากพิจารณานักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยหลังจากสถานการณ์โควิดคลี่คลายตั้งแต่ปี 2565 พบว่านักท่องเที่ยวจากกลุ่มประเทศ CLMV และ Middle East มีทิศทางที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยในปี 2566 นักท่องเที่ยวต่างชาติกลุ่มดังกล่าวที่เดินทางเข้ามาประเทศไทยคิดเป็นสัดส่วน 69% และ 83% ตามลำดับเปรียบเทียบกับช่วงก่อนสถานการณ์โควิดในปี 2562 ในขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวจีนยังฟื้นตัวได้ช้ากว่าคิดเป็นสัดส่วนเพียง 32%

จำนวนชาวต่างชาติเดินทางเข้าประเทศ



ที่มา: กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา, สายงานวิจัย บล. เอเชีย

จำนวนชาวจีน Expat ในประเทศ



ที่มา: สำนักบริหารแรงงานต่างด้าว, สายงานวิจัย บล. เอเชีย

กลุ่มชาวจีนที่เข้ามาทำงานในประเทศไทย (Expat) ยังขยายตัวต่อเนื่อง โดยพบว่ากลุ่มชาวจีนเปิดสำนักงานในประเทศไทยเพิ่มขึ้นบริเวณย่าน New CBD อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจีนจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในปี 2567 หลังมีมาตรการฟรีวีซ่าไทย-จีน โดยข้อมูลจากกระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา แสดงให้เห็นถึงตัวเลขนักท่องเที่ยวจีนรายสัปดาห์ยอดสะสมตั้งแต่เดือน

# EQUITY TALK

ม.ค.-ก.พ. 2567 มีจำนวนอยู่ที่ 1,238,353 คน เพิ่มขึ้นถึง 4 เท่า เมื่อเทียบกับช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อนที่มียอดสะสมอยู่จำนวน 247,497 คน จะส่งผลบวกต่อคนไข้ชาวจีนที่เดินทางมาท่องเที่ยวในประเทศไทยและมีความจำเป็นต้องใช้บริการทางการแพทย์

## ศูนย์การแพทย์แห่งใหม่ตอบโจทย์ทุกช่วงวัย

ในปี 2563 PR9 ลงทุนสร้างอาคารใหม่ (อาคาร B) เปิดศูนย์การแพทย์มุ่งเน้นให้บริการผู้ที่มีความต้องการส่งเสริมสุขภาพและป้องกันการเกิดโรค ภายในอาคารประกอบไปด้วยจำนวนห้องตรวจ 83 ห้อง จำนวนเตียง 59 เตียง เน้นรักษาผู้ป่วยที่เป็นโรคไม่ซับซ้อน เปิดให้บริการหลายศูนย์การแพทย์ อาทิ ศูนย์ทางเดินอาหารและตับ ศูนย์ตรวจสุขภาพ และศูนย์ผิวหนังและความงาม ศูนย์lesiค เป็นต้น ก่อนการเปิดอาคารดังกล่าว PR9 มีสัดส่วนรายได้จากการรักษาโรคมะเร็งซับซ้อน ประมาณ 70% ของรายได้ค่ารักษาพยาบาล ภายหลังจากเปิดอาคาร B ได้มีการพัฒนาการให้บริการ ลูกค้าเข้าถึงได้มากขึ้นจากราคาที่ต่ำกว่าโรงพยาบาลอื่น และเป็นที่ยอมรับมากขึ้น ส่งผลให้รายได้เติบโตในทุกแผนก โดยเฉพาะศูนย์ไทรอยด์ และผ่าตัดไทรอยด์ ศูนย์ศิลยกรรมความงาม ศูนย์lesiค และศูนย์ตรวจสุขภาพ อาคารแห่งใหม่นี้จะมีบทบาทสำคัญในการสร้างศักยภาพการเติบโตในระยะยาว โดยการขยายฐานลูกค้ากลุ่มใหม่ที่ใส่ใจในการดูแลสุขภาพ ทำให้ใช้ประโยชน์จากทรัพยากรทางการแพทย์ได้อย่างคุ้มค่ามากขึ้น นอกจากนี้ยังช่วยจัดสรรพื้นที่ในการให้บริการผู้ป่วยระหว่างอาคาร โดยจะมีการปรับปรุงพื้นที่เพิ่มเติมเพื่อเพิ่มจำนวนเตียง 21 เตียงในอาคาร B สำหรับรองรับผู้ป่วยต่างชาติโดยเฉพาะ และเมื่อการปรับปรุงแล้วเสร็จ PR9 จะมีศักยภาพให้บริการรองรับผู้ป่วยในสูงสุดประมาณ 225 เตียงในปี 2568



### PRARAM 9 Medical Center

- B2-B1 : Parking, Community Lounge, Food Space
- FL1-2 : Registration, PR, Event Space, Retail, Parking
- FL3-6 : Parking
- FL7 : GI Endoscopy, OR, Recovery Room
- FL8 : OPD GI, EYE Center, ENT & Allergy Center, Pharmacy, Cashier
- FL9 : Skin Center, Mind Center, X-Ray, Lab
- FL10 : OPD Pediatric, Dental Center
- FL11 : Advanced Pain Management & Wellness Institute (The Fix & The Fit)
- FL12 : Comprehensive Check-Up
- FL14 : Data Center, IT, Function Area, Executive Office, IPD Pharmacy
- FL15-17 : IPD Ward, VIP Room, VIP Lounge

Land :	2-3-89 Rai
Usable Area :	24,500 m <sup>2</sup>
OPD Room :	83 Exam Rooms
IPD Room :	59 Ward Beds
Parking :	381 Cars

ที่มา: PR9

# EQUITY TALK

## คาดการณ์กำไรปี 2567-2572 เติบโตเฉลี่ยปีละ 11%

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรปี 2567-2572 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 11% จาก 558 ล้านบาทในปี 2566 ขึ้นเป็น 1,092 ล้านบาท ในปี 2572 โดยมีรายละเอียดดังนี้

### สมมติฐานในการจัดทำประมาณการ

#### 1. รายได้ธุรกิจโรงพยาบาล

ประเมินการเติบโตของรายได้ในอนาคตอ้างอิงจากฐานข้อมูลจริงที่เกิดขึ้นในปี 2561-2566 ทั้งในส่วนของปริมาณการให้บริการผู้ป่วยในและผู้ป่วยนอก

สำหรับรายได้ผู้ป่วยในปี 2567-2572 คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ยอยู่ที่ 8% ต่อปีจากแนวโน้มผู้ป่วยเข้ามารับการรักษาโรครายกซับซ้อนเพิ่มขึ้น การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติ และการเพิ่มศักยภาพในการรองรับผู้ป่วยในอาคารใหม่ โดยประเมินอัตราการครองเตียงอยู่ที่ประมาณ 65-79% ในขณะที่ค่ารักษาพยาบาลผู้ป่วยในเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 2% ต่อปีตามอัตราเงินเฟ้อ

สำหรับรายได้ผู้ป่วยนอกในปี 2567-2572 คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ยอยู่ที่ 10.8% ต่อปี จากการเพิ่มขึ้นของอัตราการใช้บริการในโรคทั่วไปและผู้ใช้บริการในกลุ่มใหม่ที่มุ่งเน้นการใส่ใจสุขภาพ คาดว่าปริมาณการให้บริการผู้ป่วยนอกจะเติบโตเฉลี่ย 8.6% ต่อปี ในขณะที่ค่ารักษาพยาบาลผู้ป่วยในเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 2% ต่อปีตามอัตราเงินเฟ้อ

ภาพรวมรายได้ธุรกิจโรงพยาบาลในปี 2567-2572 จะเติบโตเฉลี่ย 10% ต่อปี จาก 4,202 ล้านบาทในปี 2566 ขึ้นเป็น 7,467 ล้านบาทในปี 2572

### สมมติฐานการจัดทำประมาณการ

สมมติฐานการจัดทำประมาณการ	2561	2562	2563	2564	2565	2566	2567F	2568F	2569F	2570F	2571F	2572F
<b>รายได้ (ล้านบาท)</b>												
<b>-ผู้ป่วยใน</b>												
จำนวนเตียงจดทะเบียน	166	166	204	204	204	204	204	225	225	225	225	225
จำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการ	163	158	166	204	204	204	204	225	225	225	225	225
อัตราการครองเตียง (%)	66%	65%	52%	54%	68%	60%	65%	64%	68%	74%	77%	79%
ค่ารักษาพยาบาลเฉลี่ย (บาท/วันนอน)	30,828	33,548	36,120	34,223	33,935	38,430	39,199	39,983	40,783	41,598	42,430	43,279
<b>รายได้กลุ่มผู้ป่วยใน</b>	<b>1,207</b>	<b>1,264</b>	<b>1,140</b>	<b>1,368</b>	<b>1,725</b>	<b>1,711</b>	<b>1,885</b>	<b>2,115</b>	<b>2,287</b>	<b>2,519</b>	<b>2,698</b>	<b>2,807</b>
<b>-ผู้ป่วยนอก</b>												
จำนวนห้องตรวจ	114	114	147	162	162	158	158	158	158	158	158	158
ความสามารถในการให้บริการต่อวันสูงสุด (คน)	2,964	2,964	3,280	4,212	4,184	4,108	4,108	4,108	4,108	4,108	4,108	4,108
จำนวนผู้ป่วยนอกเฉลี่ยต่อวัน (ครั้ง)	432,314	443,893	398,233	398,450	519,000	547,000	601,700	667,887	721,318	779,023	841,345	908,653
อัตราเฉลี่ยการให้บริการ (%)	40%	41%	33%	26%	34%	36%	40%	45%	48%	52%	56%	61%
ค่ารักษาพยาบาลเฉลี่ย (บาท/ครั้ง)	3,457	3,569	3,668	4,066	4,591	4,553	4,644	4,737	4,832	4,929	5,027	5,128
<b>รายได้จากผู้ป่วยนอก</b>	<b>1,494</b>	<b>1,584</b>	<b>1,461</b>	<b>1,620</b>	<b>2,383</b>	<b>2,491</b>	<b>2,795</b>	<b>3,164</b>	<b>3,485</b>	<b>3,840</b>	<b>4,230</b>	<b>4,659</b>
<b>รายได้จากธุรกิจโรงพยาบาล</b>	<b>2,701</b>	<b>2,849</b>	<b>2,601</b>	<b>2,988</b>	<b>4,107</b>	<b>4,202</b>	<b>4,680</b>	<b>5,279</b>	<b>5,772</b>	<b>6,359</b>	<b>6,928</b>	<b>7,467</b>
% การเติบโต		5.5%	-8.7%	14.9%	37.5%	2.3%	11.4%	12.8%	9.3%	10.2%	8.9%	7.8%

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

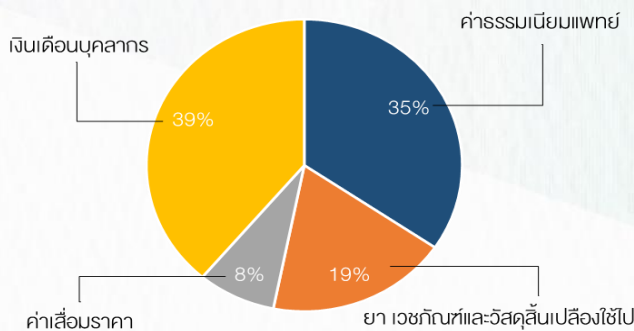
# EQUITY TALK

## 2. อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin)

กำหนดให้อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 33.5-34.9% ในปี 2567-2572 เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2561-2566 ที่ 31-33% จากความสามารถในการรักษาโรคซับซ้อนหรือโรครายากที่เพิ่มขึ้น

ในส่วนของโครงสร้างต้นทุนที่สำคัญประกอบไปด้วย ค่าธรรมเนียมแพทย์ ค่ายา และเวชภัณฑ์ ค่าใช้จ่ายบุคลากร และค่าเสื่อมราคา โดยในปี 2566 เงินเดือนบุคลากรคิดเป็นสัดส่วน 39%, ค่าธรรมเนียมแพทย์คิดเป็นสัดส่วน 35%, ค่ายา และเวชภัณฑ์คิดเป็นสัดส่วน 19%, และค่าเสื่อมราคาคิดเป็นสัดส่วน 8%

โครงสร้างต้นทุนของ PR9

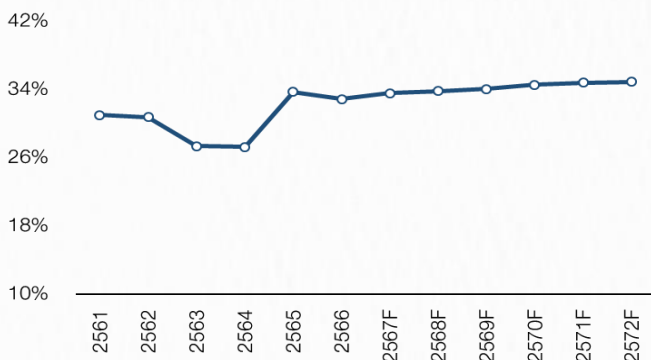


ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, PR9

## 3. ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ (SG&A/Sale) กำหนดให้

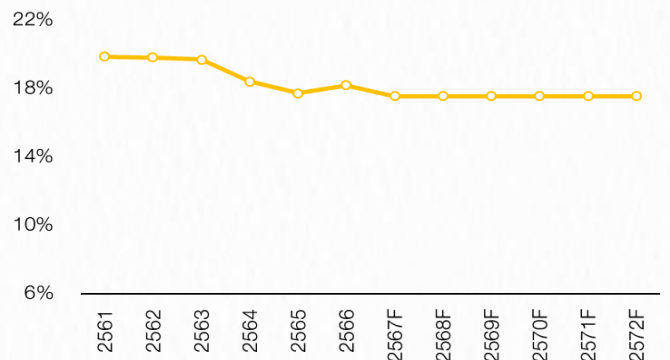
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารอยู่ที่ 18% ในปี 2567-2572 ใกล้เคียงกับอดีต ส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายผลตอบแทนพนักงาน ค่าการตลาด และค่าเสื่อมราคา

ประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นปี 2567-2572



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการ SG&A/Sale ปี 2567-2572



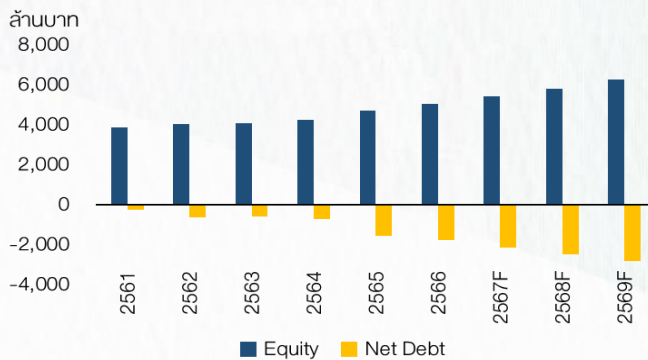
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# EQUITY TALK

## 4. ต้นทุนทางการเงิน (Interest Expense)

ปี 2567 คาดดอกเบี้ยจ่ายอยู่ที่ 0.53 ล้านบาท ใกล้เคียงกับปี 2566 ที่ 0.64 ล้านบาท PR9 ถือเป็นบริษัทที่มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง โดยการระดมทุนที่มีดอกเบี้ยมีสัดส่วนเพียง 0.1% ของสินทรัพย์รวม หนี้สินส่วนใหญ่เป็นเจ้าหนี้การค้าคิดเป็นสัดส่วน 9% ของสินทรัพย์รวม และสำรองผลประโยชน์ระยะยาวของพนักงานคิดเป็นสัดส่วน 4% ของสินทรัพย์รวม โดย ณ สิ้นปี 2566 Interest-Bearing-Debt/Equity ต่ำเพียงแค่ 0.002 เท่า

ประมาณการภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ยสุทธิตั้ง และส่วนของผู้ถือหุ้น

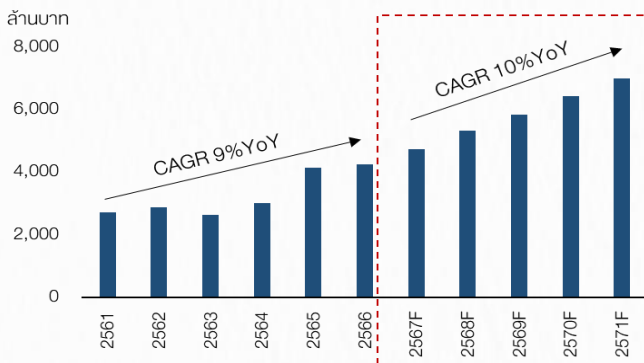


ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## 5. อัตราภาษีจ่าย (Effective Tax Rate)

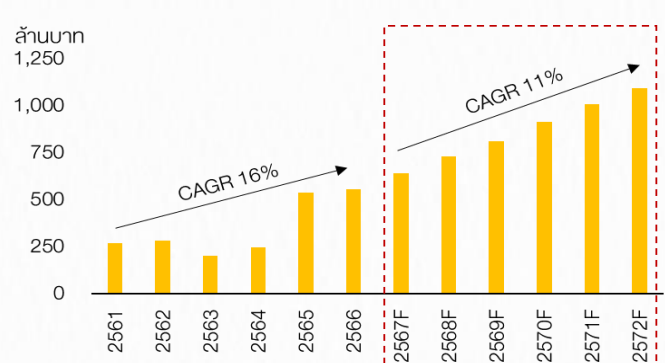
กำหนดอัตราภาษีจ่ายเท่ากับ Corporate Tax ทั่วไปที่ 20% ในปี 2567-2572

ประมาณการรายได้ปี 2567-2572



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

คาดการณ์ผลประกอบการปี 2567-2572



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# EQUITY TALK

## ประเมินมูลค่าเหมาะสมวิธี DCF อยู่ที่ 22.10 บาท

ฝ่ายวิจัยเลือกใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสด หรือ Discount Cash Flow ในการประเมินมูลค่าเหมาะสมของ PR9 เพื่อสะท้อนศักยภาพในการเติบโตระยะยาวจะได้ราคาเหมาะสม ณ สิ้นปี 2567 อยู่ที่ 22.10 บาท/หุ้น คิดเป็น Implied PER ปี 2567 ที่ 27.11 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยโรงพยาบาลชั้นนำภายในประเทศที่นำมาเปรียบเทียบที่มีค่าเฉลี่ย PER ปี 2567 อยู่ที่ 27.02 เท่า โดย PR9 ถือเป็นโรงพยาบาลที่มุ่งเน้นการรักษาโรคมะเร็งขั้นสูงในราคาที่คุ้มค่า ความสามารถในการรักษาทัดเทียมกับโรงพยาบาลชั้นนำระดับโลก และความโดดเด่นในเรื่องการผ่าตัดเปลี่ยนไตและฟอกไต นอกจากนี้ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าศูนย์การแพทย์ใหม่ (อาคาร B) ที่มุ่งเน้นการรักษา ป้องกัน และฟื้นฟูสุขภาพก่อนและหลังการเกิดโรคจะเป็นแรงขับเคลื่อนผลการดำเนินงานในระยะยาว ด้วยพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงหันมาใส่ใจสุขภาพมากขึ้น อย่างไรก็ตามค่าเฉลี่ย PER ปี 2567 ของ PR9 ยังต่ำกว่าโรงพยาบาลชั้นนำในต่างประเทศที่มีค่าเฉลี่ย PER ปี 2567 อยู่ที่ 33.23 เท่า เนื่องจาก PR9 เป็นโรงพยาบาลเดี่ยวที่มีฐานรายได้และมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ต่ำกว่าโรงพยาบาลชั้นนำในต่างประเทศมาก ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรสุทธิของ PR9 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 11% ในช่วงปี 2567-2572 ให้น้ำหนักการลงทุน "Outperform"

### เปรียบเทียบ Valuation ของ PR9 กับ Peer

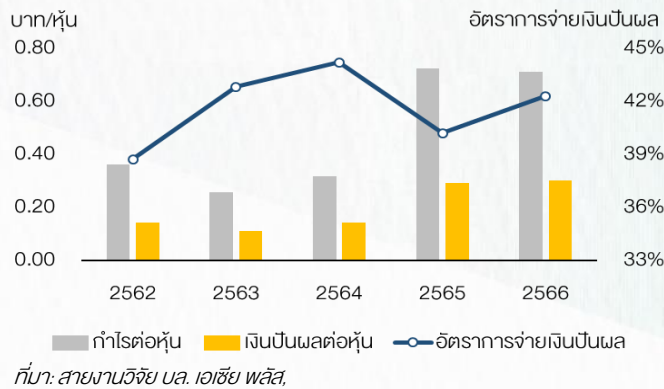
	Share price (USD)	Mkt.Cap (MUSD)	Revenue (MUSD)		Net profit (MUSD)		EBITDA Margin %		Net margin		ROE(%)		PER (เท่า)		EPS Growth	
			2567F	2568F	2567F	2568F	2567F	2568F	2567F	2568F	2567F	2568F	2567F	2568F	2567F	2568F
<b>Domestic Healthcare Company</b>																
BCH	0.61	1,492	374	398	52	55	27.9%	27.8%	13.8%	13.9%	12.1%	12.1%	30.01	27.96	28.8%	7.3%
BH	6.20	5,042	775	840	225	244	36.3%	36.9%	29.0%	29.0%	30.4%	28.6%	22.96	21.14	12.7%	8.6%
CHG	0.08	900	235	256	34	39	23.6%	24.0%	14.6%	15.2%	15.5%	16.3%	26.73	23.52	14.6%	13.6%
BDMS	0.74	12,711	3,127	3,396	446	485	24.5%	24.3%	14.3%	14.3%	15.2%	15.7%	28.89	26.60	9.1%	8.6%
THG	1.62	1,020	325	352	28	32	22.7%	22.6%	8.8%	9.1%	9.5%	10.2%	33.37	29.46	8.5%	13.3%
RAM	0.94	1,010	293	312	44	51	19.8%	20.3%	15.2%	16.2%	8.4%	9.1%	22.74	20.03	1.9%	13.5%
RJH	0.78	210	70	75	12	11	28.1%	26.2%	16.5%	14.1%	18.8%	17.6%	18.30	19.88	-2.8%	-8.0%
VIBHA	0.05	751	236	243	22	24	25.1%	24.8%	9.3%	9.8%	6.0%	6.3%	33.17	33.17	9.1%	0.0%
<b>Average</b>			<b>679</b>	<b>734</b>	<b>108</b>	<b>117</b>	<b>26.0%</b>	<b>25.9%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.2%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>27.02</b>	<b>25.22</b>	<b>10.2%</b>	<b>7.1%</b>
<b>Global Healthcare Company</b>																
IHH	1.28	11,285	4,663	4,984	360	399	22.0%	22.1%	7.7%	8.0%	6.0%	6.3%	31.08	28.18	7.2%	10.3%
BSL	0.80	1,431	534	568	58	63	19.6%	19.9%	10.8%	11.0%	7.4%	7.7%	25.12	22.89	-14.6%	9.8%
RHC	34.37	8,286	10,927	11,472	204	294	13.0%	13.6%	1.9%	2.6%	7.0%	9.3%	40.71	28.37	-9.7%	43.5%
APOLLOHOSP	67.55	10,728	2,302	2,706	118	184	12.8%	14.1%	5.1%	6.8%	14.9%	20.6%	91.19	58.88	16.3%	54.9%
KPJ	0.31	1,725	780	829	64	67	22.9%	22.7%	8.2%	8.1%	11.6%	12.0%	27.76	24.80	26.4%	11.9%
<b>Average</b>			<b>3,841</b>	<b>4,112</b>	<b>161</b>	<b>201</b>	<b>18.1%</b>	<b>18.5%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.3%</b>	<b>9.4%</b>	<b>11.2%</b>	<b>43.17</b>	<b>32.62</b>	<b>5.1%</b>	<b>26.1%</b>
<b>Grand average</b>							<b>22.9%</b>	<b>23.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.5%</b>	<b>13.2%</b>	<b>33.23</b>	<b>28.07</b>	<b>8.3%</b>	<b>14.4%</b>
<b>PR9</b>	<b>0.53</b>	<b>416</b>	<b>130</b>	<b>141</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>24.0%</b>	<b>24.0%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.1%</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.0%</b>	<b>23.16</b>	<b>21.19</b>	<b>15.0%</b>	<b>14.1%</b>

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, Bloomberg

# EQUITY TALK

สำหรับอัตราการจ่ายเงินปันผล PR9 มีนโยบายจ่ายเงินปันผลเมื่อมีกำไรหลังหักสำรองต่างๆทุกประเภทตามกฎหมายไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิ เมื่อพิจารณาถึงผลประกอบการย้อนหลังในช่วงปี 2562-2566 พบว่า PR9 มีอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) อยู่ที่ 39-44% โดยมีการประกาศจ่ายเงินปันผลรอบผลการดำเนินงานปี 2566 อยู่ที่ 0.30 บาท/หุ้น ขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 2 พ.ค. 2567 สำหรับปี 2567 ฝ่ายวิจัยคาดการณ์เงินปันผลรวม 0.36 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend Yield อยู่ที่ 2.01%

## อัตราการจ่ายเงินปันผล



## ประเมินมูลค่าพื้นฐานอิงวิธี DCF

Beta	0.75
Risk free rate	2.2%
Market risk premium	6.3%
Cost of equity	6.9%
After-tax cost of debt	2.4%
Tax rate	20.0%
Terminal growth	2.0%
<b>WACC</b>	<b>6.9%</b>

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

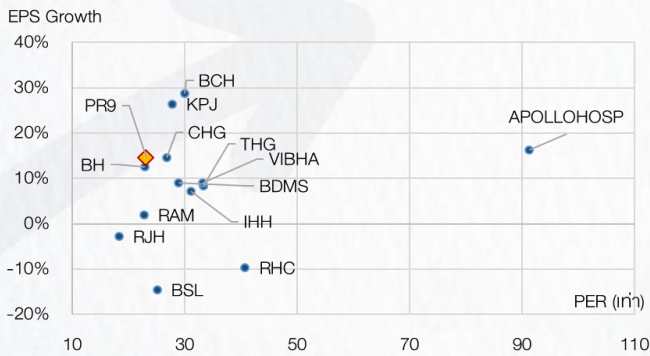
Enterprise Value (MB)	15,230
Less: Net Debt (MB)	-2,150
Equity Value (MB)	17,381
Share Outstanding (M.Share)	787
<b>Equity Value per share (Bt/Share)</b>	<b>22.10</b>
Current Market Price (Bt/Share)	18.80
Upside (Downside)	17.55%
Implied PER	27.11x

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



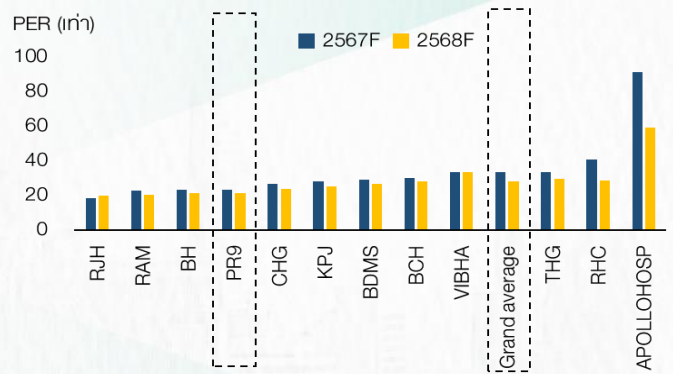
# EQUITY TALK

เปรียบเทียบ PER กับ EPS Growth ปี 2567



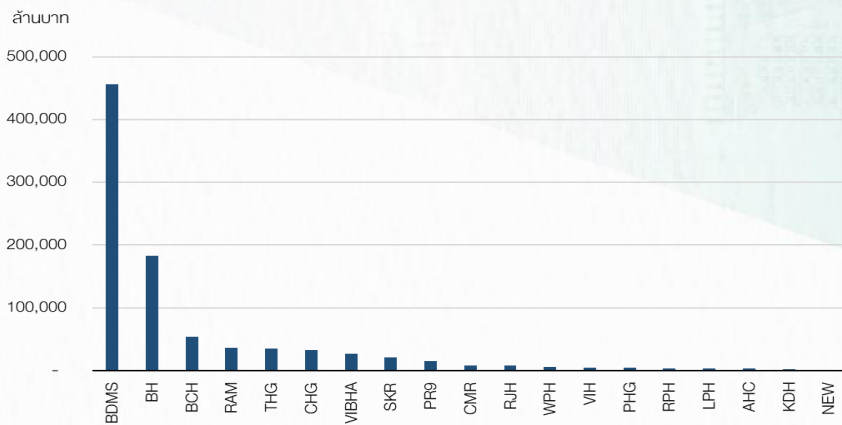
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

เปรียบเทียบ PER กับ EPS Growth ปี 2567



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

มูลค่าตลาด (Market Capitalization) บริษัทจดทะเบียนใน SET กลุ่มการแพทย์



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

หมายเหตุ: ใช้ราคาปิด ณ วันที่ 20 มี.ค. 2567

# EQUITY TALK

## การดำเนินงานด้าน ESG

**Environment (E):** PR9 มีความมุ่งมั่นในการบริหารจัดการด้านความยั่งยืนในมิติสิ่งแวดล้อม โดยกำหนดกลยุทธ์และแนวทางปฏิบัติงานตามระบบเศรษฐกิจหมุนเวียนภายใต้กลยุทธ์ 3Rs มาเป็นแนวปฏิบัติเพื่อให้เกิดความคุ้มค่า ควบคู่ไปกับการสร้างความตระหนักต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งภายในและภายนอกองค์กร ในปี 2565 PR9 ลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 10.45% จากปีฐาน 2562 และลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อวันนอนผู้ป่วยรวม 26.92% เทียบกับปี 2564 ในด้านการบริหารจัดการและประหยัดน้ำ PR9 ได้นำน้ำที่ผ่านกระบวนการบำบัดกลับมาใช้ใหม่ เพื่อลดน้ำต้นทุน โดยสามารถลดการสูญเสียน้ำ Recycle ได้วันละเฉลี่ย 3,150 ลิตร/วัน สามารถประหยัดน้ำได้ 1,134,000 ลิตร/ปี

**Social (S):** ในปี 2565 PR9 สนับสนุนการประกอบอาชีพคนพิการให้มีรายได้ ด้วยการจ้างเหมาบริการรายเดือนให้ทำงานในองค์กรของรัฐจำนวน 5 คนให้มีอาชีพ และให้การสนับสนุนเงินในการสร้างอาชีพคนพิการจำนวน 7 คน นอกจากนี้ยังสร้างโอกาสในการเรียนรู้ต่อการพัฒนาทักษะบุคลากร โดยมีการฝึกอบรมในการพัฒนารวม 66,852 ชั่วโมง คิดเป็นชั่วโมงอบรมเฉลี่ย 48.37 ชั่วโมง/คน เพิ่มขึ้น 366% จากปี 2564

**Government (G):** PR9 ดำเนินการสร้างการมีส่วนร่วมกับผู้มีส่วนได้เสียผ่านการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางธุรกิจกับกิจกรรมขององค์กรในการประเมินผลกระทบทางบวกและทางลบที่เกิดขึ้นจริงและมีโอกาสที่จะเกิดจากการรวบรวมความคาดหวังผ่านช่องทางการรับฟังข้อคิดเห็นและข้อเสนอแนะในรูปแบบที่เป็นทางการและไม่เป็นทางการ รวมถึงรับทาด้านความยั่งยืนในการดำเนินการตอบสนองความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียตลอดห่วงโซ่คุณค่าของธุรกิจ

**ESG Comment:** PR9 ถือเป็นโรงพยาบาลที่ให้ความสำคัญกับมาตรการด้าน ESG นอกจากจะช่วยดึงดูดนักลงทุนให้มีความสนใจมากขึ้นแล้ว ยังช่วยในการดำเนินธุรกิจของ PR9 อาทิ การพัฒนาระบบเทคโนโลยีให้ทันสมัย เพื่อพร้อมรับมือกับการเปลี่ยนแปลง และความปลอดภัยของคนไข้

# EQUITY TALK

## ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญที่นักลงทุนควรให้ความสนใจ ได้แก่

**1. ความเสี่ยงจากการลดลงของกลุ่มคนไข้วต่างชาติ:** PR9 มีสัดส่วนรายได้จากคนไข้วต่างชาติถึงราว 14-15% หากเกิดเหตุการณ์ที่ทำให้คนไข้วต่างชาติไม่สามารถเดินทางเข้ามาได้ อันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบ หรือนโยบายภาครัฐของประเทศที่เป็นฐานลูกค้าหลัก รวมถึงสภาวะเศรษฐกิจ จะส่งผลกระทบต่อรายได้กิจการโรงพยาบาลอย่างมีนัยสำคัญ

**2. ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์:** บุคลากรทางการแพทย์เป็นที่ต้องการเพิ่มขึ้นทั้งในโรงพยาบาลภาครัฐและเอกชน อีกทั้ง PR9 เป็นโรงพยาบาลที่มุ่งเน้นการรักษาโรคซับซ้อนซึ่งต้องการแพทย์ที่มีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์อย่างมาก หาก PR9 ไม่สามารถรักษาบุคลากรดังกล่าวได้ จะส่งผลกระทบต่อคุณภาพและมาตรฐานการให้บริการ

**3. ความเสี่ยงจากความสามารถในการรองรับผู้ป่วยไม่เพียงพอ:** PR9 เป็นโรงพยาบาลเดี่ยว (Stand-alone) ที่ตั้งอยู่ในพื้นที่รายล้อมไปด้วยสำนักงาน ที่อยู่อาศัย และห้างสรรพสินค้า ทำให้มีพื้นที่จำกัดในการขยายอาคาร อาจส่งผลให้ความสามารถในการรองรับผู้ป่วยลดลงในอนาคตได้

## EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ PR9

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
ยอดขาย	4,202	4,680	5,279	5,772
ต้นทุนขาย	2,820	3,110	3,495	3,806
กำไรขั้นต้น	1,382	1,570	1,784	1,967
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	774	831	937	1,024
ดอกเบี้ยจ่าย	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	30	9	9	9
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	689	802	915	1,015
ภาษีเงินได้	-131	-160	-183	-203
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0
กำไรสุทธิ	558	642	732	812
กำไรจากการดำเนินงาน	558	642	732	812
Norm EPS	0.71	0.82	0.93	1.03
การเติบโตของยอดขาย	2.3%	11.4%	12.8%	9.3%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-1.7%	15.0%	14.1%	10.9%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	32.9%	33.5%	33.8%	34.1%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	13.1%	13.6%	13.7%	13.9%

## งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66
ยอดขาย	957	1,005	1,066	1,175
ต้นทุนขาย	657	688	714	761
กำไรขั้นต้น	300	316	351	414
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	182	185	198	209
ดอกเบี้ยจ่าย	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	5	7	7	12
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	134	149	173	233
ภาษีเงินได้	-25	-28	-33	-45
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0
กำไรสุทธิ	109	121	140	188
กำไรจากการดำเนินงาน	109	121	140	188
Norm EPS	0.14	0.15	0.18	0.24
ยอดขาย (QoQ)	-13.3%	5.0%	6.1%	10.2%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	-19.5%	5.4%	11.1%	17.8%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	-21.6%	11.2%	15.8%	34.3%

## อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	3.56	3.84	3.88	3.98
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	3.23	3.52	3.59	3.71
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	14.49	14.12	13.55	13.01
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	58.53	53.02	53.02	53.02
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.41	5.45	5.45	5.45
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.16	0.17	0.18	0.19
Net Gearing	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	9.4%	10.1%	10.6%	10.9%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	11.0%	11.8%	12.5%	12.9%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ PR9

## งบกระแสเงินสด

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	689	802	915	1,015
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	299	312	332	354
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	0	0	0
อื่นๆ	11	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	-65	45	41	26
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	804	999	1,104	1,192
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-96	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-250	-284	-427	-467
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-378	-302	-454	-503
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	0	0	0
ลด จ่ายปันผล	-234	-289	-329	-365
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	-240	-289	-329	-365
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	186	408	321	324

## งบดุล

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	1,751	2,159	2,480	2,804
ลูกหนี้การค้า	290	331	390	444
สินค้าคงเหลือ	48	59	66	72
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	162	164	166	168
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	3,243	3,242	3,370	3,522
สินทรัพย์รวม	5,910	6,382	6,906	7,453
เจ้าหนี้การค้า	522	570	641	698
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	105	131	153	172
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	6	6	6	6
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	3	3	3	3
หนี้สินรวม	830	949	1,071	1,171
ทุนที่ชำระแล้ว	786	786	786	786
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,934	1,934	1,934	1,934
กำไรสะสม	2,359	2,712	3,115	3,561
ส่วนของผู้ถือหุ้น	5,080	5,433	5,835	6,282
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	5,910	6,382	6,906	7,453

## สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
จำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการ	204	204	225	225
ค่ารักษาพยาบาลผู้ป่วยในเฉลี่ย (บาท/วันนอน)	38,430	39,199	39,983	40,783
รายได้ผู้ป่วยใน (ล้านบาท)	1,711	1,885	2,115	2,287
จำนวนผู้ป่วยนอก (ครั้ง)	547,000	601,700	667,887	721,318
ค่ารักษาพยาบาลผู้ป่วยนอกเฉลี่ย (บาท/ครั้ง)	4,553	4,644	4,737	4,832
รายได้ผู้ป่วยนอก (ล้านบาท)	2,491	2,795	3,164	3,485
Gross margin	32.9%	33.5%	33.8%	34.1%
SG&A/Sale	18.4%	17.7%	17.7%	17.7%
Effective tax rate	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส