

BH

Neutral

ราคาปัจจุบัน (บาท)

183.50

Upside (%)

25.34

ราคาเป้าหมาย (บาท)

230

Dividend yield (%)

3.27

กำไร 4Q67 ดีกว่าคาด จากผลประโยชน์ทางภาษี

Flash Points

- กำไร 4Q67 อยู่ที่ 1,903 ล้านบาท (+11%YoY) สูงกว่าที่ประเมินไว้จากรายได้ที่สูงกว่าคาด รวมถึงได้สิทธิประโยชน์ทางภาษีจาก BOI ส่งผลให้ effective tax rate อยู่ที่ 13%
- กำไร 2567 อยู่ที่ 7,775 ล้านบาท (+11%YoY) เป็นผลจากการปรับขึ้นค่ารักษาพยาบาล การได้สิทธิประโยชน์ทางภาษีจาก BOI เพิ่ม รวมถึงช่วงต้นปีที่มีนักท่องเที่ยวต่างชาติเข้ามารักษาโรคภัยและซับซ้อนมากขึ้น แต่เริ่มชะลอตัวลงช่วง 2H67 จากกลุ่มคนไข้โควิด และเริ่มเห็นสัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติลดลง จากปี 2566 ที่ 66.8% เหลือ 65.7% ในปี 2567

Impact Insight

- ประเมิน outlook กำไร 1Q68 ลดลง YoY เนื่องจากปีนี้ จำนวนวันเทศกาลรวมฤดูร้อนจะอยู่ใน 1Q68 เต็มไตรมาส
- มองอัตราการเติบโตของปี 2568 จำกัด เนื่องจากปี 2565 - 2567 เป็นช่วงที่มีฐานกำไรเติบโตก้าวกระโดด รวมถึงแนวโน้มการปรับค่ารักษาพยาบาลเพิ่มขึ้นช่วง 1-2 ปีข้างหน้าค่อนข้างจำกัด เนื่องจากโรงพยาบาลอื่นๆ หันมาใช้กลยุทธ์ด้านราคามากขึ้นในการรักษาฐานคนไข้

Execution

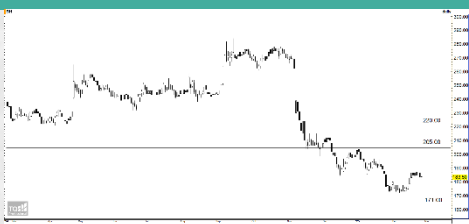
- ประเมิน Fair Value อิง DCF (Terminal Growth 2.0%) ได้ราคาเหมาะสม 230 บาท แม้มี upside 25% แต่ด้วยการเติบโตที่ลดลง สะท้อนจาก PE ปัจจุบัน 19.2 เท่า ต่ำกว่าช่วงปี 2566 ที่ PE สูงกว่า 30 เท่า จึงให้น้ำหนักการลงหุ้น Neutral



Bumrungrad International
โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์

ที่มา : BH

Technical Chart



แนวโน้มราคา : Sideways
แนวรับ : 171 บาท
แนวต้าน : 205/220 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	9.82	9.52	3%
2569F	10.11	9.68	4%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Global Peers

หุ้น	P/BV		PE	
	2568F	2569F	2568F	2569F
BUMRUNGRAD HOSPI	4.68	4.19	19.02	18.51
MEINIAN ONEHEA-A	2.98	2.69	36.44	26.24
RAMSAY HEALTH	1.55	1.50	25.93	20.60
GALENICA AG	2.58	2.50	22.88	21.37
MOUWASAT MEDICAL	4.26	3.83	21.64	18.84
EBOS GROUP LTD	2.63	2.55	24.62	21.82
ACADIA HEALTHCAR	1.05	0.93	12.05	10.73
FORTIS HEALTHCAR	5.33	4.80	55.07	45.64

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	25,296	25,634	26,845	27,650	28,480
กำไรสุทธิ	7,006	7,775	7,817	8,044	8,279
Norm Profit	7,006	7,775	7,817	8,044	8,279
EPS (บาท)	8.80	9.77	9.82	10.11	10.40
DPS (บาท)	4.50	5.50	6.00	6.00	6.00
PER (เท่า)	20.8	18.8	18.7	18.2	17.6
Dividend Yield (%)	2.45%	3.00%	3.27%	3.27%	3.27%
BVS (บาท)	29.91	34.54	38.28	42.35	46.31
PBV (เท่า)	6.14	5.31	4.79	4.33	3.96
EV/EBITDA	14.8	14.0	13.8	12.6	11.9
ROE (%)	29.1%	28.0%	25.3%	23.6%	22.2%

ESG Assessment

SET ESG Ratings

CG Score

Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง

ที่มา : SET

-
ดีมาก

การดำเนินการด้าน ESG ของ BH

Environment (E) : บริษัทมีการปฏิบัติด้านการรักษาสิ่งแวดล้อม ดังนี้

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

Social (S) : บริษัทมีการปฏิบัติด้านสังคม ดังนี้

- ดำเนินโครงการ “รักษ์ใจไทย” การผ่าตัดเด็กโรคหัวใจพิการตั้งแต่กำเนิดโดยไม่เสียค่าใช้จ่าย ปัจจุบันค่าใช้จ่ายเฉลี่ยการผ่าตัดหัวใจแต่ละครั้งเฉลี่ยประมาณ 750,000 บาท
- โครงการหน่วยแพทย์เคลื่อนที่ร่วมกับกองทุนทอมสันเปิดให้บริการตรวจรักษาพยาบาลเบื้องต้นแก่ผู้ป่วยอาศัยในชุมชนกว่า 25 แห่งทั่วกรุงเทพฯ
- มอบทุนการศึกษาการพัฒนาหลักสูตรภาษาอาหรับ หลักสูตรละ 10 ทุน เพื่อสร้างทักษะแก่ผู้เรียนหลักสูตรพยาบาลศาสตร์และหลักสูตรผู้ช่วยพยาบาล

Governance (G) : บริษัทมีการปฏิบัติด้านธรรมาภิบาล ดังนี้

- บริหารจัดการด้วยความรับผิดชอบและคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม ไม่ว่าจะเป็นผู้ป่วย บุคลากร ชีพพลายเออร์ สังคม และชุมชนเพื่อการพัฒนาธุรกิจที่ยั่งยืน
- ผนวกเป้าหมายการดำเนินการเพื่อความยั่งยืนให้เป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์ซึ่งมุ่งเน้นการสร้างสมดุลระหว่างการพัฒนาด้านธุรกิจและการเติบโต การบริหารความเสี่ยง ธรรมาภิบาลและสร้างคุณค่าให้กลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

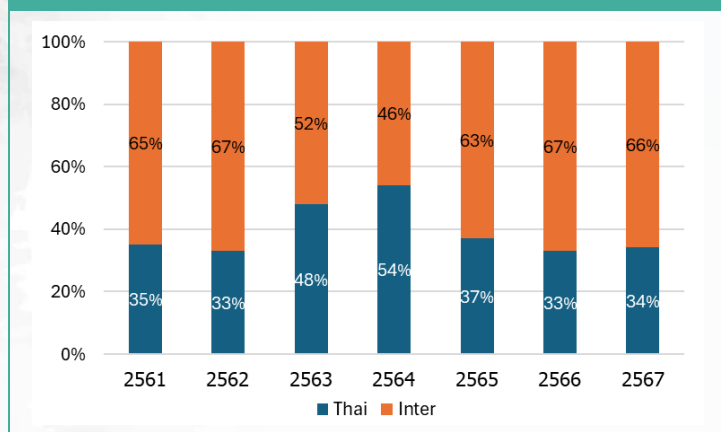
ESG Comment: BH ได้คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม โดยได้ผนวกเป้าหมาย ESG ให้เป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์ในการสร้างการเติบโตในอนาคต และเพิ่มประสิทธิภาพการปฏิบัติงาน โดย BH ได้เป็นส่วนหนึ่งของ MSCI Global Sustainability Index และ MSCI ESG Rating Index ในระดับ A

ผลการดำเนินงานงวด 4Q67

Key Data (ล้านบาท)	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	QoQ (%)	YoY (%)	2567	2566	YoY (%)
ยอดขาย	6,029	6,720	6,497	6,516	6,282	6,384	6,452	1%	-1%	25,634	25,296	1%
กำไรขั้นต้น	2,988	3,349	3,164	3,370	3,274	3,294	3,193	-3%	1%	13,131	12,401	6%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	986	1,040	1,140	1,020	1,007	1,003	1,142	14%	0%	4,171	4,180	0%
รายได้อื่นๆ	112	49	49	50	48	63	67	7%	37%	228	251	-9%
ดอกเบี้ยจ่าย	0	0	-1	-2	-2	-2	-2	-3%	85%	-8	-2	248%
กำไรปกติ	1,742	1,948	1,702	1,975	1,937	1,990	1,896	-5%	11%	7,797	6,978	12%
กำไรสุทธิ	1,748	1,954	1,721	1,985	1,932	1,955	1,903	-3%	11%	7,775	7,006	11%
EPS	2.20	2.46	2.16	2.50	2.43	2.46	2.39	-3%	11%	9.78	8.81	11%
Gross Profit Margin (%)	49.6%	49.8%	48.7%	51.7%	52.1%	51.6%	49.5%			51.2%	49.0%	
SG&A/Sales (%)	16.4%	15.5%	17.6%	15.7%	16.0%	15.7%	17.7%			16.3%	16.5%	
Net Profit Margin (%)	29.0%	29.1%	26.5%	30.5%	30.8%	30.6%	29.5%			30.3%	27.7%	
Norm Profit Margin (%)	28.9%	29.0%	26.2%	30.3%	30.8%	31.2%	29.4%			30.4%	27.6%	

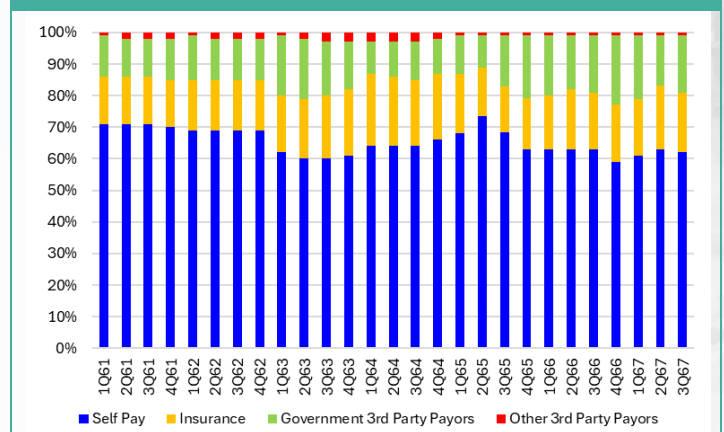
ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

โครงสร้างรายได้แบ่งตามสัญชาติ



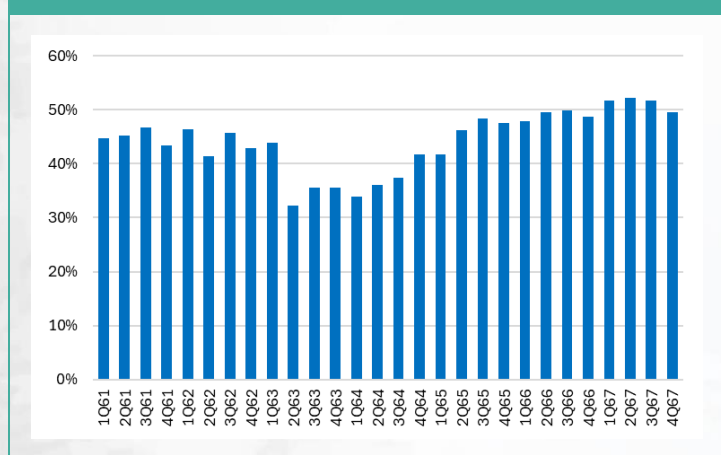
ที่มา : BH

โครงสร้างรายได้แบ่งตามการให้บริการ



ที่มา : BH

อัตรากำไรขั้นต้น



ที่มา : BH

ประเด็นความเสี่ยง

1. ความเสี่ยงจากการลดลงของผู้ป่วยต่างชาติที่ไม่สามารถเดินทางเข้ามาได้ จะส่งผลกระทบต่อรายได้ธุรกิจโรงพยาบาลอย่างมีนัยสำคัญ
2. ความเสี่ยงจากด้านบุคลากรทางการแพทย์ BH เน้นการรักษาโรคซับซ้อน ซึ่งต้องการแพทย์ที่มีความเชี่ยวชาญมาก หาก BH ไม่สามารถรักษาบุคลากรดังกล่าวได้ จะส่งผลกระทบต่อคุณภาพและมาตรฐานการให้บริการ
3. ความเสี่ยงจากการขยายโรงพยาบาลใหม่ อาจมีค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่ไม่เป็นไปตามแผนงาน ส่งผลให้การสร้างกำไรจากโรงพยาบาลแห่งใหม่เกิดความล่าช้า

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ BH

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	25,862	27,060	27,871	28,708
ต้นทุนขาย	12,503	13,422	13,825	14,240
กำไรขั้นต้น	13,359	13,637	14,046	14,468
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	4,171	4,309	4,438	4,571
ดอกเบี้ยจ่าย	-8	-8	-8	-8
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	279	289	289	289
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	9,436	9,610	9,889	10,178
ภาษีเงินได้	-1,604	-1,730	-1,780	-1,832
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	57	63	65	67
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0
กำไรสุทธิ	7,775	7,817	8,044	8,279
กำไรจากการดำเนินงาน	7,775	7,817	8,044	8,279
Norm EPS	9.77	9.82	10.11	10.40
การเติบโตของยอดขาย	1.1%	4.6%	3.0%	3.0%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	11.0%	0.5%	2.9%	2.9%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	51.7%	50.4%	50.4%	50.4%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	30.1%	28.9%	28.9%	28.8%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67
ยอดขาย	6,516	6,282	6,384	6,452
ต้นทุนขาย	3,146	3,008	3,089	3,259
กำไรขั้นต้น	3,370	3,274	3,294	3,193
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,020	1,007	1,003	1,142
ดอกเบี้ยจ่าย	-2	-2	-2	-2
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	50	48	63	67
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2,469	2,388	2,391	2,189
ภาษีเงินได้	469	432	424	279
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	15	24	12	7
รายการพิเศษอื่น ๆ	10	-5	-34	7
กำไรสุทธิ	1,985	1,932	1,955	1,903
กำไรจากการดำเนินงาน	1,975	1,937	1,990	1,896
EPS	2.50	2.43	2.46	2.39
ยอดขาย (QoQ)	0.3%	-3.6%	1.6%	1.1%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	6.5%	-2.9%	0.6%	-3.1%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	16.1%	-1.9%	2.7%	-4.7%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	4.37	3.75	4.40	5.12
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	1.89	1.54	2.12	2.77
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	6.44	5.56	5.56	5.56
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	35.13	25.00	25.00	25.00
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	22.31	18.18	18.18	18.18
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.17	0.18	0.17	0.15
Net Gearing	net cash	net cash	net cash	net cash
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	25.1%	22.6%	21.1%	20.0%
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	30.0%	26.7%	24.8%	23.2%

งบกระแสเงินสด

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	9,436	9,610	9,889	10,178
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	1,077	1,077	1,623	1,703
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	0	0	0
อื่นๆ	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	170	-230	-77	-79
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	8,671	8,445	9,374	9,688
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	-4,377	-4,775	-4,775
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	-4,224	-4,415	-4,813	-5,133
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	-515	-1,044	2,720	3,145

งบดุล

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	3,259	2,216	4,936	8,080
ลูกหนี้การค้า	3,982	4,832	4,977	5,126
สินค้าคงเหลือ	356	537	553	570
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	151	67	69	71
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	12,632	15,982	15,989	15,486
สินทรัพย์รวม	32,653	36,438	39,834	43,148
เจ้าหนี้การค้า	1,149	1,476	1,521	1,566
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	216	215	221	228
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	37	37	37	37
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	102	102	102	102
หนี้สินรวม	4,852	5,601	5,692	5,786
ทุนที่ชำระแล้ว	922	922	922	922
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	450	450	450	450
กำไรสะสม	26,074	29,047	32,287	35,761
ส่วนของผู้ถือหุ้น	27,488	30,460	33,700	36,854
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	313	376	441	508
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	32,653	36,438	39,834	43,148

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
จำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการ	537	564	564	564
รายได้ต่อเตียง (บาท/เตียง)	89,337	92,017	94,778	97,621
รายได้ผู้ป่วยใน (ล้านบาท)	12,818	13,828	14,243	14,670
จำนวนผู้ป่วยนอกเฉลี่ยต่อวัน (คน)	2,750	2,750	2,750	2,750
ค่าใช้บริการต่อผู้ป่วยนอกเฉลี่ย (บาท/คน)	12,590	12,968	13,357	13,758
รายได้ผู้ป่วยนอก (ล้านบาท)	12,672	13,017	13,407	13,809
Gross margin	51.4%	50.0%	50.0%	50.0%
SG&A/Sale	16.0%	16.1%	16.1%	16.1%
Effective tax rate	18.5%	18.0%	18.0%	18.0%

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส