

## BCH

Neutral

กำไรดีกว่าคาด แต่มีรายการพิเศษช่วย

ราคาปัจจุบัน (บาท)

15.70

Upside (%)

33.76

ราคาเป้าหมาย (บาท)

21.00

Dividend yield (%)

2.23

### Flash Points

- กำไรสุทธิ 4Q67 อยู่ที่ 233 ล้านบาท (-17%QoQ, -24%YoY) กดดันจากรายได้ผู้ป่วยในที่ลดลงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายส่งผู้ป่วยของรัฐบาลคูเวต รวมถึงรายได้จากกลุ่มผู้ป่วยประกันสังคมหมวดโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ลดลง หลังสำนักงานประกันสังคมแจ้งการจ่ายเงินที่อัตรา 8,000 บาท/RW จากเดิมที่ 12,000 บาท/RW ด้วยรายได้ที่ลดลงมาก ส่งผลให้ gross margin เหลือเพียง 22.8% และ SG&A/Sales เพิ่มขึ้นเป็น 15% รวมถึง effective tax rate ที่ 27.7%, ทั้งนี้ มีรายการพิเศษทางบัญชีจากอัตราแลกเปลี่ยน 82.1 ล้านบาท เนื่องจาก สปป. ลาว ประสบภาวะการเงินเพื่อรุนแรง 3 ปีต่อเนื่อง หากไม่มีรายการดังกล่าว กำไร 4Q67 จะเหลือเพียง 152 ล้านบาทเท่านั้น

### Impact Insight

- มอง outlook ปี 2568 สดใ้จาก 1) สำนักงานประกันสังคมกลับมาการันตีจ่ายผู้ป่วย RW>2 ที่อัตรา 12,000 บาท/หัว ตลอดปี 2) จำนวนจำนวนผู้ป่วยประกันตนและฐานลูกค้าคนไข้เงินสดเพิ่มขึ้นจากการ rebrand โรงพยาบาลต่างๆ 3) sw เกษมราษฎร์ ปราจีนบุรี คาดว่าจะเห็น EBITDA margin เป็นบวกในปีนี้ และ sw. เกษมราษฎร์ อยุธยาเงินสด คาดว่า จะเห็นกำไรสุทธิเป็นบวกในปีนี้ 4) อยู่ระหว่างการเจรจากับสถานทูตคูเวต

### Execution

- ฝ่ายวิจัยประเมินราคาเหมาะสมอิง DCF (terminal growth 3%) ได้ Fair value 21.0 บาท แม้ราคาหุ้นมี upside แต่บ่งที่ออกมาไม่ดี จะเป็นปัจจัยกดดันราคาหุ้นไปอีกระยะ ฝ่ายวิจัยแนะนำชะลอการลงทุนไปก่อน และพิจารณาการลงทุนเมื่อเริ่มเห็นผลประกอบการเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ช่วง 1Q68 เป็นต้นไป ให้น้ำหนักการลงทุน Neutral



ที่มา : BDMS

### Technical Chart



แนวโน้มราคา : Sideways Down  
แนวรับ : 13.40 บาท  
แนวต้าน : 16.70/19.30 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

### Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	0.66	0.64	4%
2569F	0.70	0.71	-1%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

### Global Peers

หุ้น	P/BV		PE	
	2568F	2569F	2568F	2569F
BANGKOK CHAIN HO	2.76	2.66	23.96	21.64
CHULARAT HOSPITA	3.07	2.84	20.54	19.33
RYMAN HEALTHCARE	0.46	0.48	15.30	11.33
SUMMERSET GROUP	0.87	0.78	12.09	10.47
CLARIANE SE	0.26	0.25	12.35	6.38
SIENNA SENIOR LI	2.54	2.77	27.40	26.47
RHOEN-KLINIKUM	0.69	0.67	21.43	19.01
ACADIA HEALTHCAR	1.06	0.94	12.14	10.82

ที่มา : Bloomberg

### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2566	2567F	2568F	2569F	2570F
กำไรสุทธิ	1,406	1,282	1,655	1,754	1,881
Norm Profit	1,572	1,374	1,655	1,754	1,881
EPS (บาท)	0.56	0.51	0.66	0.70	0.75
DPS (บาท)	0.35	0.33	0.35	0.35	0.37
PER (เท่า)	27.8	30.5	23.7	22.3	20.8
Dividend Yield (%)	2.23%	2.10%	2.23%	2.23%	2.36%
PBV (เท่า)	3.1	3.0	2.8	2.7	2.5
EVEBITDA	13.3	13.9	11.2	10.3	9.4
ROE (%)	10.3%	9.1%	11.0%	10.9%	10.9%

### ESG Assessment

SET ESG Ratings AAA  
CG Score ดีเลิศ  
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง Yes  
ที่มา : SET

## การดำเนินการด้าน ESG ของ BCH

**Environment (E)** : บริษัทมีอัตราการใช้พลังงานสุทธิที่ 11,737.28 เมกะวัตต์-ชั่วโมง ปริมาณของเสียทั้งหมด 221.82 ตัน การปล่อยก๊าซเรือนกระจกของโรงพยาบาลอยู่ที่ 7,593.15 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าการรองรับน้ำรวม 68,282 ลูกบาศก์เมตร และมีน้ำทิ้งรวม 54,625 ลูกบาศก์เมตร

**Social (S)** : บริษัทได้เก็บรวบรวมข้อมูลพบว่า ไม่มีการละเมิดสิทธิมนุษยชน และ ข้อเรียกร้องจากชุมชน โดยมีอัตราการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงานจากการทำงาน เพียง 1.8 รายต่อหนึ่งล้านชั่วโมงการทำงาน และไม่มีการเสียชีวิตของพนักงาน จากการปฏิบัติงาน โดยมีการอบรมพนักงานเฉลี่ยอยู่ที่ 7.6 ชั่วโมงต่อคนต่อปี

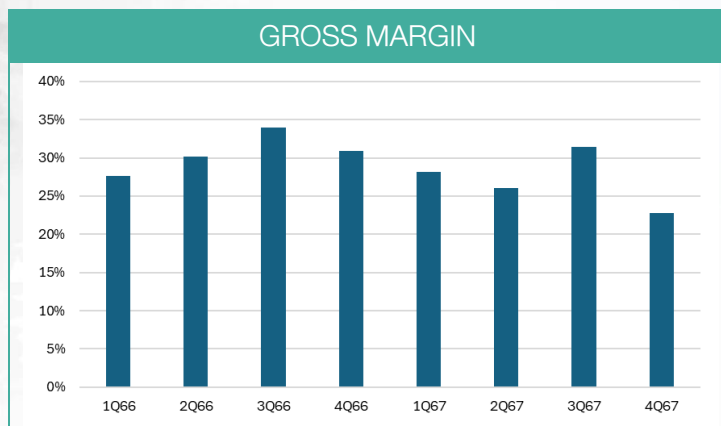
**Governance (G)** : บริษัทมีการประเมินตามหลักบรรษัทภิบาล โดยผู้บริหารตอบรับนโยบายการต่อต้านทุจริต และจรรยาบรรณธุรกิจครบทุกด้าน คิดเป็น ร้อยละ 100 โดยมีการประเมินคู่ค้าทุกราย คิดเป็นร้อยละ 100 นอกจากนี้โรงพยาบาลวิไลด์เมดิคอลได้ประเมินความพึงพอใจของผู้ใช้บริการตามหลัก HAPPY ได้ร้อยละ 94.8 และอัตราการกลับมาใช้ซ้ำร้อยละ 97.3

**ESG Comment:** BCH มุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจเพื่อความยั่งยืน เพื่อลดผลกระทบต่อสังคม และสิ่งแวดล้อม ส่งผลให้ BCH ได้รับความน่าเชื่อถือ และความไว้วางใจจากผู้ใช้บริการ โดย BCH ได้รับการจัดอันดับใน ESG100 เป็นปีที่ 6 สะท้อนการดำเนินธุรกิจที่โดดเด่นด้าน ESG จากสถาบันไทยพัฒน์

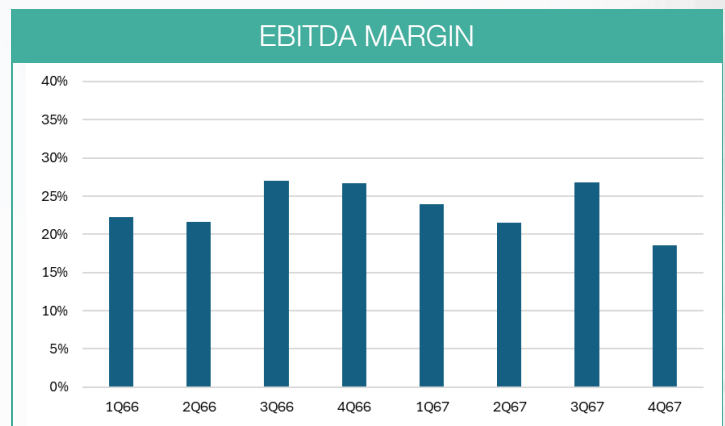
ผลการดำเนินงานงวด 4Q67

Key Data (ล้านบาท)	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	QoQ (%)	YoY (%)	2567	2566	YoY (%)
ยอดขาย	2,849	3,175	3,032	2,844	2,857	3,261	2,763	-15%	-9%	11,725	11,729	0%
กำไรขั้นต้น	860	1,077	938	801	744	1,023	630	-38%	-33%	3,199	3,613	-11%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	495	470	392	376	388	417	414	-1%	6%	1,595	1,755	-9%
รายได้อื่นๆ	5	5	6	2	5	1	5	406%	-15%	14	18	-25%
ดอกเบี้ยจ่าย	-24	-30	-13	-11	-13	-15	-15	1%	19%	-55	-95	-43%
กำไรปกติ	391	498	413	312	369	380	397	4%	-4%	1,458	1,572	-7%
กำไรสุทธิ	284	441	427	319	277	453	233	-49%	-45%	1,282	1,406	-9%
EPS	0.11	0.18	0.17	0.13	0.11	0.18	0.09	-49%	-45%	0.51	0.56	-9%
Gross Profit Margin (%)	30.2%	33.9%	30.9%	28.1%	26.1%	31.4%	22.8%			27.3%	30.8%	
SG&A/Sales (%)	17.4%	14.8%	12.9%	13.2%	13.6%	12.8%	15.0%			13.6%	15.0%	
Net Profit Margin (%)	10.0%	13.9%	14.1%	11.2%	9.7%	13.9%	8.4%			10.9%	12.0%	
Norm Profit Margin (%)	13.7%	15.7%	13.6%	11.0%	12.9%	11.7%	14.4%			12.4%	13.4%	

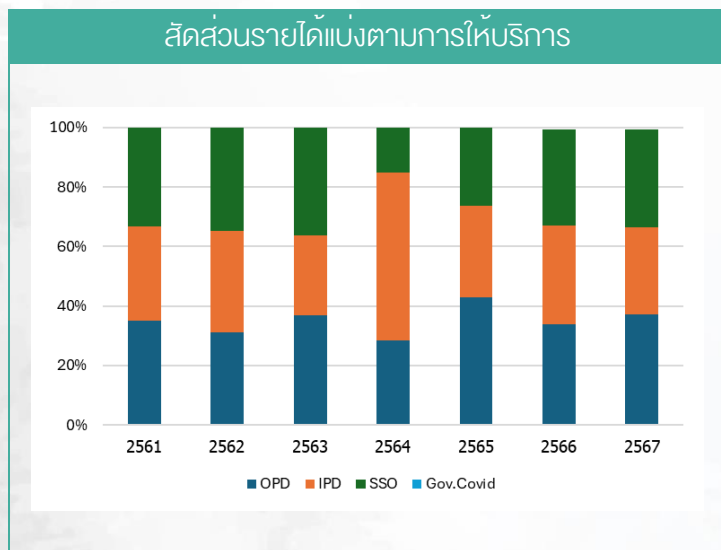
ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส



ที่มา: BCH



ที่มา: BCH



ที่มา: BCH

- ประเด็นความเสี่ยง
1. ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายภาครัฐหรือประกันสังคม หากมีการปรับเปลี่ยนอัตราการจ่ายที่มีนัยสำคัญ จะส่งกระทบต่อผลการดำเนินงาน
  2. ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์ เป็นโรงพยาบาลที่มุ่งเน้นการรักษาโรคซับซ้อน ซึ่งต้องการแพทย์ที่มีความเชี่ยวชาญ และประสบการณ์อย่างมาก หาก ไม่สามารถรักษาบุคลากรดังกล่าวได้ จะส่งผลกระทบต่อคุณภาพและมาตรฐานการให้บริการ
  3. ความเสี่ยงจากการขยายโรงพยาบาลใหม่ อาจมีค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่ไม่เป็นไปตามแผนงาน ส่งผลให้การสร้างกำไรจากโรงพยาบาลแห่งใหม่เกิดความล่าช้า

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ BCH

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	11,915	13,031	13,716	14,600
ต้นทุนขาย	8,527	8,984	9,444	10,038
กำไรขั้นต้น	3,388	4,046	4,273	4,563
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,595	1,732	1,823	1,941
ดอกเบี้ยจ่าย	-55	-80	-80	-80
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	13	14	14	14
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,752	2,248	2,383	2,556
ภาษีเงินได้	-346	-450	-477	-511
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	123	144	153	164
รายการพิเศษอื่น ๆ	-92	0	0	0
กำไรสุทธิ	1,282	1,655	1,754	1,881
กำไรจากการดำเนินงาน	1,374	1,655	1,754	1,881
Norm EPS	0.55	0.66	0.70	0.75
การเติบโตของยอดขาย	0.7%	9.4%	5.3%	6.4%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-12.6%	20.4%	6.0%	7.2%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	28.4%	31.1%	31.2%	31.3%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	11.5%	12.7%	12.8%	12.9%

## งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67
ยอดขาย	2,865	2,879	3,284	2,886
ต้นทุนขาย	2,044	2,112	2,238	2,133
กำไรขั้นต้น	822	767	1,046	753
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	376	388	417	414
ดอกเบี้ยจ่าย	-11	-13	-15	-15
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	2	5	1	5
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	437	372	615	328
ภาษีเงินได้	-87	-70	-122	-68
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	31	25	40	27
รายการพิเศษอื่น ๆ	7	-92	73	-164
กำไรสุทธิ	319	277	453	233
กำไรจากการดำเนินงาน	312	369	380	397
Norm EPS	0.13	0.15	0.15	0.16
ยอดขาย (QoQ)	-6.5%	0.5%	14.1%	-12.1%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	-15.5%	-6.7%	36.5%	-28.1%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	-24.4%	18.3%	3.1%	4.4%

## อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.31	1.53	1.79	2.12
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	1.18	1.43	1.68	2.01
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	12.89	10.00	10.00	10.00
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	25.77	34.75	34.70	34.65
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	14.70	16.67	16.67	16.67
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.24	0.22	0.21	0.20
Net Gearing	net cash	net cash	net cash	net cash
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.3%	9.3%	9.3%	9.4%
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	9.2%	11.4%	11.3%	11.3%

## งบกระแสเงินสด

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	1,752	2,248	2,383	2,556
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	998	1,131	1,231	1,331
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	0	0	0
อื่นๆ	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	393	-614	-106	-136
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	2,677	2,383	3,100	3,307
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	1	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	80	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-1,610	-1,500	-1,500	-1,500
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-1,558	-1,488	-1,488	-1,488
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	-666	0	0	0
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	0	0	0
ลด จ่ายปันผล	-923	-823	-873	-873
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	-1,928	-903	-953	-953
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	-838	-8	659	866

## งบดุล

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	1,345	1,338	1,997	2,863
ลูกหนี้การค้า	910	1,293	1,361	1,448
สินค้าคงเหลือ	331	259	272	290
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	8	6	7	7
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	12,317	12,686	12,956	13,125
สินทรัพย์รวม	17,375	18,282	19,360	20,589
เจ้าหนี้การค้า	798	776	816	869
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	111	65	68	72
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	631	631	631	631
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	266	266	266	266
หนี้สินรวม	3,348	3,273	3,317	3,374
ทุนที่ชำระแล้ว	2,494	2,494	2,494	2,494
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	645	645	645	645
กำไรสะสม	9,758	10,597	11,478	12,486
ส่วนของผู้ถือหุ้น	12,955	13,794	14,675	15,683
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	1,072	1,215	1,368	1,532
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	17,375	18,282	19,360	20,589

## สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
รายได้ผู้ป่วยนอก	4,518	4,793	5,085	5,395
รายได้ผู้ป่วยใน	3,677	4,141	4,480	4,939
รายได้ผู้ป่วยประกันสังคม	3,934	3,993	4,042	4,150
จำนวนโควตา (คน)	1,856,000	1,866,000	1,876,000	1,976,000
ผู้ประกันตนเฉลี่ย (คน)	1,019,763	1,029,763	1,039,763	1,064,763
รายได้ต่อหัวผู้ประกันตนเฉลี่ย (คนปี)	3,858	3,878	3,888	3,898
Gross margin	28.9%	30.5%	30.6%	30.7%
SG&A/Sale	13.1%	13.4%	13.4%	13.4%
Effective tax rate	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส