

# BANGKOK CHAIN HOSPITAL PCL.

บริษัท บางกอก เซ็น ฮอสปิทอล จำกัด (มหาชน)

RATING	WBUY	TARGET	11.60	UPSIDE	+26%	TICKER	BCH
CLOSE	9.20	VALUATION	DCF	TOTAL SHARES	2,494m	SECTOR	HEALTH

## กำไร 1Q69 ลดลง YoY แต่ฟื้น QoQ ตามคาด

- กำไรสุทธิ 1Q69 อยู่ที่ 268 ลบ. ลดลง -17% YoY, +3% QoQ ใกล้เคียงกับที่เราคาด แต่ต่ำกว่าตลาดคาด 5% โดยการลดลง YoY มาจากค่าใช้จ่ายที่เร่งตัวขึ้น จากการขยายศักยภาพการให้บริการลดต้นทุนอัตรากำไร
- แนวโน้ม 2Q69F คาดลดลงทั้ง YoY และ QoQ จากผลกระทบของความขัดแย้งในตะวันออกกลาง เศรษฐกิจฟื้นช้า ทำให้ผู้ป่วยชำระเงินเองชะลอบริการไม่เร่งด่วน และการเทียบฐานสูงจากการได้รับการชำระรายได้ในส่วน 26 โรคเรื้อรังจากประกันสังคมเข้ามาเร็วใน 2Q68 จากปกติมักจะได้รับในไตรมาส 3
- คงคำแนะนำ "ซื้อเมื่ออ่อนตัว" จากสัญญาณการฟื้นตัวของรายได้และอัตรากำไรที่ยังไม่ชัดเจน รวมถึง Upside ระยะสั้นยังจำกัด

## ประเด็นการลงทุน

- กำไรสุทธิ 1Q69 อยู่ที่ 268 ลบ. (-17% YoY, +3% QoQ) ใกล้เคียงกับที่เราคาด แต่ต่ำกว่าตลาดคาด 5% โดยการลดลง YoY เป็นผลจากอัตรากำไรที่ถูกกดดัน หลังต้นทุนและค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นจากการลงทุนยกระดับศักยภาพการให้บริการ การปรับปรุงพื้นที่โรงพยาบาล และค่าใช้จ่ายส่งเสริมการขายเพื่อขยายฐานผู้ป่วยต่างชาติ มีประเด็นสำคัญดังนี้
  - รายได้โรงพยาบาล 2.9 พันลบ. ทรงตัว (+0.1% YoY, -1.7% QoQ) จากรายได้ประกันสังคม +4% YoY และผู้ป่วยต่างชาติ โดยเฉพาะตะวันออกกลาง และเมียนมา ที่ช่วยชดเชยรายได้ผู้ป่วยทั่วไปที่ชะลอตัวลง -2% YoY จากกำลังซื้อในประเทศอ่อนแอ และการไม่มีโรคระบาดหนุนรายได้ OPD ขณะที่รายได้กัมพูชายังถูกกดดันจากปัญหาชายแดน สัดส่วนรายได้ผู้ป่วยทั่วไปที่ลดลงเป็น 64% จาก 65% ใน 1Q68
  - กำไรขั้นต้น 760 ลบ. ลดลง (-6.8% YoY, +0.4% QoQ) จากต้นทุนที่เพิ่มขึ้น อาทิ ค่าธรรมเนียมแพทย์ ค่าใช้จ่ายบุคลากร ต้นทุนยาเวชภัณฑ์ และค่าเสื่อมราคา เพื่อยกระดับการรักษา และการปรับปรุงพื้นที่ รพ. (สาขาบางแค และปทุมธานี) กดดัน GPM เหลือ 26% จาก 28% ใน 1Q68
  - SG&A เพิ่มขึ้น +8% YoY, -10% QoQ เทียบฐานสูงใน 4Q68 จากค่าใช้จ่ายบุคลากร ขณะที่การเพิ่มขึ้นมาก YoY จากค่าใช้จ่ายส่งเสริมการขาย และค่าบำรุงเครื่องมือแพทย์ ส่งผลให้ EBITDA Margin ลดลงเป็น 22% จาก 25% เทียบ 1Q68

- แนวโน้ม 2Q69F คาดลดลงทั้ง YoY และ QoQ จากผลกระทบของความขัดแย้งในตะวันออกกลาง เราคาดจะทำให้ผู้ป่วยตะวันออกกลางยังฟื้นตัวไม่เต็มที่ และเป็น การเทียบฐานสูงจากการได้รับการชำระรายได้ในส่วน 26 โรคเรื้อรังจากประกันสังคมเข้ามาเร็วใน 2Q68 จากปกติจะได้รับในไตรมาส 3

## คำแนะนำ

- คงคำแนะนำ "ซื้อเมื่ออ่อนตัว" ด้วยราคาเป้าหมาย ที่ 11.6 บ.ประเมินมูลค่าวิธี DCF (WACC 9%, LTG 3%) จากสัญญาณการฟื้นตัวของรายได้และอัตรากำไรที่ยังไม่ชัดเจน รวมถึง Upside ระยะสั้นยังจำกัด จึงแนะนำรอจังหวะสะสมเมื่อราคาอ่อนตัว

## ปัจจัยเสี่ยง

- ความเสี่ยงสำคัญ ได้แก่ 1) การเปลี่ยนแปลงของนโยบายและกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจ; 2) ภาวะเศรษฐกิจในประเทศไทยฟื้นตัวช้า; 3) การระบาดของโรคตามฤดูกาลลดลง; 4) ความเสี่ยงด้านการลงทุนก่อสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่ไม่เป็นไปตามแผน; 5) ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและเงินเฟ้อใน สปป.ลาว

### STOCK INFORMATION

Fiscal Year End	Dec 31
Issued Shares (m)	2,494
Par Value (Bt)	1.00
Market Capitalization (Btm)	22,943
Estimated Free Float (%)	43.75.01%
Foreign Shareholders (Actual / Limit) (%)	4.09% / 49.0%
YTD Avg Daily Turnover (Btm)	147
YTD Turnover Ratio (%)	45%
Statistical Beta (Raw / Adjusted)	0.94 / 0.98
Constituent	SET / SET100 / SET100FF / SETCLMV / SETESG / SETWB
Auditor	KPMG Phoomchal Audit Ltd.
CG Rating	Excellent
Thai CAC	Certified

### ESG Scoring

SET ESG Ratings	AA
ESG Book	57.91
Moody's	N/A
MSCI	BBB
Refinitiv	60.34
S&P	35.00

### MAJOR SHAREHOLDERS

นาย เลิศ ชาญพาณิชย์	32.63%
นาง สมพร ชาญพาณิชย์	6.58%
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	5.87%
นาย กิ่งตพร ชาญพาณิชย์	3.65%
น.ส. พรสุดา ชาญพาณิชย์	3.60%
น.ส. พรลักษณ์ ชาญพาณิชย์	3.60%
สำนักงานประกันสังคม	3.57%
บริษัท โรงพยาบาลลาวัวด์ จำกัด (มหาชน)	1.88%
กองทุนรวม วายุภักษ์หนึ่ง	1.81%
SOUTH EAST ASIA UK (TYPE C) NOMINEES LIMITED	1.20%
THE BANK OF NEW YORK MELLON	0.96%
กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เคน มาสเคอร์ ฟูล ฟันด์ ซึ่งจดทะเบียน	0.91%

### FORECASTS & VALUATION

Year End	2023A	2024A	2025A	2026F
Sales (Btm)	11,729	11,725	11,913	12,390
EBITDA (Btm)	2,922	2,722	2,889	3,079
Core Profit (Btm)	1,406	1,200	1,262	1,375
Net Profit (Btm)	1,406	1,282	1,314	1,375
EPS (Bt) (Core)	0.56	0.48	0.51	0.55
EPS Growth (%)	-53.7%	-14.7%	5.1%	9.0%
DPS (Bt)	0.50	0.37	0.43	0.46
P/E (x)	16.3	19.1	18.2	16.7
D/P (%)	5.4%	4.0%	4.7%	5.0%
BV (Bt)	5.50	5.62	5.70	5.76
P/B (x)	1.7	1.6	1.6	1.6
ROE (%)	10.3%	8.7%	8.9%	9.6%

Source : Company, SETSMART, LHSEC Estimates

### BUSINESS DESCRIPTION

บริษัทดำเนินธุรกิจในรูปแบบกลุ่มโรงพยาบาล ซึ่งมีโรงพยาบาลในเครือทั้งหมด 15 แห่ง โพลีคลินิก 2 แห่ง และคลินิกเฉพาะทางด้านเวชกรรมรังสีรักษา เกษมราษฎร์วาริ 1 แห่ง ตั้งอยู่ในกรุงเทพฯ ต่างจังหวัดและในสปป.ลาว

### DIVIDEND POLICY

ไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิในแต่ละปี

Figure 1 :1Q69F Review

## BCH

## Statement of Comprehensive Income

Quarterly	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	%QoQ	%YoY
<b>Revenue from sales</b>	<b>2,903</b>	<b>3,020</b>	<b>3,034</b>	<b>2,956</b>	<b>2,906</b>	<b>-1.7%</b>	<b>0.1%</b>
Cost of sales	(2,088)	(2,112)	(2,197)	(2,193)	(2,146)	-2.2%	2.8%
<b>Gross profit</b>	<b>815</b>	<b>909</b>	<b>837</b>	<b>763</b>	<b>760</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-6.8%</b>
Other income	27	29	21	45	23	-48.0%	-13.9%
<b>Total revenues</b>	<b>842</b>	<b>938</b>	<b>857</b>	<b>808</b>	<b>783</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-7.0%</b>
SG&A	(376)	(402)	(395)	(449)	(406)	-9.5%	8.1%
Share of profit : Associates & JVs	1	0	1	0	1	344.8%	58.7%
<b>Operating profit</b>	<b>467</b>	<b>537</b>	<b>463</b>	<b>359</b>	<b>378</b>	<b>5.2%</b>	<b>-19.1%</b>
Finance costs	(15)	(14)	(7)	(13)	(10)	-19.7%	-32.0%
<b>Core profit before taxes</b>	<b>452</b>	<b>522</b>	<b>455</b>	<b>347</b>	<b>368</b>	<b>6.1%</b>	<b>-18.6%</b>
Extra items	(7)	7	35	17	-		
<b>Profit before income taxes</b>	<b>445</b>	<b>529</b>	<b>491</b>	<b>363</b>	<b>368</b>	<b>1.3%</b>	<b>-17.4%</b>
Tax expense	(98)	(118)	(101)	(86)	(83)	-3.5%	-15.8%
<b>Net Profit</b>	<b>321</b>	<b>388</b>	<b>347</b>	<b>259</b>	<b>268</b>	<b>3.1%</b>	<b>-16.7%</b>
<b>Core Profit</b>	<b>328</b>	<b>381</b>	<b>312</b>	<b>243</b>	<b>268</b>	<b>10.2%</b>	<b>-18.4%</b>
EBITDA (inc. Other income)	725	796	727	642	647	0.7%	-10.8%
Core EPS (Bt)	0.13	0.15	0.13	0.10	0.11	10.2%	-18.4%

## Statement of Financial Position

Quarterly	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A
Cash and cash equivalents	1,454	1,252	1,381	1,591	1,299
<b>Total current assets</b>	<b>3,900</b>	<b>3,923</b>	<b>3,668</b>	<b>3,798</b>	<b>3,713</b>
<b>Total assets</b>	<b>17,432</b>	<b>17,451</b>	<b>17,323</b>	<b>17,486</b>	<b>17,576</b>
<b>Total current liabilities</b>	<b>2,586</b>	<b>2,967</b>	<b>2,935</b>	<b>2,840</b>	<b>2,626</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>3,062</b>	<b>3,429</b>	<b>3,381</b>	<b>3,279</b>	<b>3,074</b>
Issued and paid-up share capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>14,371</b>	<b>14,022</b>	<b>13,943</b>	<b>14,207</b>	<b>14,502</b>

## Cash Flow Statement

Quarterly	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A
<b>Profit</b>	<b>445</b>	<b>529</b>	<b>491</b>	<b>363</b>	<b>368</b>
<b>Net cash from operating activities</b>	<b>635</b>	<b>454</b>	<b>885</b>	<b>708</b>	<b>393</b>
<b>Net cash from investing activities</b>	<b>(324)</b>	<b>(208)</b>	<b>(374)</b>	<b>(265)</b>	<b>(487)</b>
<b>Net cash from financing activities</b>	<b>(195)</b>	<b>(454)</b>	<b>(373)</b>	<b>(294)</b>	<b>(198)</b>
<b>Net increase (decrease) in cash</b>	<b>115</b>	<b>(209)</b>	<b>138</b>	<b>149</b>	<b>(292)</b>

## Key Financial Ratios

Quarterly	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A
Sales growth	2.1%	5.7%	-7.0%	7.0%	0.1%
Gross profit growth	1.8%	22.1%	-18.2%	21.0%	-6.8%
SG&A growth	0.0%	3.6%	-5.1%	8.2%	8.1%
EBITDA growth	5.3%	27.2%	-17.5%	22.1%	-10.8%
Core profit growth	2.9%	37.7%	-31.2%	60.9%	-18.4%
<b>GPM-sales</b>	<b>28.1%</b>	<b>30.1%</b>	<b>27.6%</b>	<b>25.8%</b>	<b>26.2%</b>
SG&A to sales	12.9%	13.3%	13.0%	15.2%	14.0%
<b>Core profit margin</b>	<b>11.2%</b>	<b>12.5%</b>	<b>10.2%</b>	<b>8.1%</b>	<b>9.1%</b>
Net IBD / Equity (x)	0.05	0.07	0.08	0.06	0.05
BV (Bt)	5.32	5.20	5.19	5.29	5.40
ROE (Core)	9.2%	10.7%	8.9%	6.9%	3.7%
ROA (Core)	7.5%	8.7%	7.2%	5.6%	6.1%

## Key Assumptions

Quarterly	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A
OPD Revenue Growth YoY	4%	2%	-8%	-2%	-5%
IPD Revenue Growth YoY	-3%	-3%	-9%	3%	1%
SSO Revenue Growth YoY	4%	17%	-6%	15%	4%
<b>Revenue Portion</b>					
General Patients	65%	63%	66%	67%	64%
SSO	37%	34%	33%	36%	36%

Source : Company, LHSEC Estimates

BCH Statement of Comprehensive Income					
Yearly	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Revenue from sales	11,729	11,725	11,913	12,390	13,042
Cost of sales	(8,116)	(8,527)	(8,589)	(8,883)	(9,325)
<b>Gross profit</b>	<b>3,613</b>	<b>3,199</b>	<b>3,324</b>	<b>3,506</b>	<b>3,717</b>
Other income	119	121	120	120	121
<b>Total revenues</b>	<b>3,733</b>	<b>3,319</b>	<b>3,443</b>	<b>3,626</b>	<b>3,838</b>
SG&A	(1,755)	(1,595)	(1,621)	(1,689)	(1,816)
Share of profit : Associates & JVs					
<b>Operating profit</b>	<b>1,979</b>	<b>1,724</b>	<b>1,824</b>	<b>1,939</b>	<b>2,023</b>
Finance costs	(95)	(55)	(50)	(59)	(57)
<b>Core profit before taxes</b>	<b>1,883</b>	<b>1,669</b>	<b>1,774</b>	<b>1,880</b>	<b>1,966</b>
Extra items	-	82	52	-	-
<b>Profit before income taxes</b>	<b>1,883</b>	<b>1,752</b>	<b>1,826</b>	<b>1,880</b>	<b>1,966</b>
Tax expense	(405)	(346)	(403)	(376)	(393)
<b>Net Profit</b>	<b>1,406</b>	<b>1,282</b>	<b>1,314</b>	<b>1,375</b>	<b>1,443</b>
<b>Core Profit</b>	<b>1,406</b>	<b>1,200</b>	<b>1,262</b>	<b>1,375</b>	<b>1,443</b>
EBITDA (inc. Other income)	2,922	2,722	2,889	3,079	3,238
Core EPS (Bt)	0.56	0.48	0.51	0.55	0.58

Statement of Financial Position					
Year End	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Cash and cash equivalents	2,183	1,345	1,591	1,655	1,742
<b>Total current assets</b>	<b>4,843</b>	<b>3,773</b>	<b>3,798</b>	<b>4,267</b>	<b>4,380</b>
<b>Total assets</b>	<b>17,731</b>	<b>17,375</b>	<b>17,486</b>	<b>18,334</b>	<b>18,764</b>
<b>Total current liabilities</b>	<b>3,505</b>	<b>2,878</b>	<b>2,840</b>	<b>2,905</b>	<b>3,037</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>4,026</b>	<b>3,348</b>	<b>3,279</b>	<b>3,981</b>	<b>4,123</b>
Issued and paid-up share capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>13,704</b>	<b>14,027</b>	<b>14,207</b>	<b>14,375</b>	<b>14,657</b>

Cash Flow Statement					
Yearly	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
<b>Profit for the year</b>	<b>1,883</b>	<b>1,752</b>	<b>1,826</b>	<b>1,880</b>	<b>1,966</b>
<b>Net cash from operating activities</b>	<b>3,842</b>	<b>1,391</b>	<b>2,526</b>	<b>2,167</b>	<b>2,728</b>
<b>Net cash from investing activities</b>	<b>(870)</b>	<b>(1,712)</b>	<b>(1,153)</b>	<b>(1,520)</b>	<b>(1,534)</b>
<b>Net cash from financing activities</b>	<b>(3,221)</b>	<b>(520)</b>	<b>(1,105)</b>	<b>(561)</b>	<b>(1,113)</b>
<b>Net increase (decrease) in cash</b>	<b>(249)</b>	<b>(841)</b>	<b>268</b>	<b>86</b>	<b>81</b>

Key Financial Ratios					
Yearly	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Sales growth	-37.7%	0.0%	1.6%	4.0%	5.3%
Gross profit growth	-40.3%	-11.5%	3.9%	5.5%	6.0%
SG&A growth	-9.8%	-9.1%	1.7%	4.2%	7.6%
EBITDA growth	-43.3%	-6.8%	6.1%	6.6%	5.2%
Core profit growth	-53.7%	-14.7%	5.1%	9.0%	4.9%
<b>GPM-sales</b>	<b>30.8%</b>	<b>27.3%</b>	<b>27.9%</b>	<b>28.3%</b>	<b>28.5%</b>
SG&A to sales	15.0%	13.6%	13.6%	13.6%	13.9%
EBITDA margin	24.7%	23.0%	24.0%	24.6%	24.6%
<b>Core profit margin</b>	<b>11.9%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.5%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>
Net IBD / Equity (x)	0.03	0.06	0.06	0.10	0.10
BV (Bt)	5.50	5.62	5.70	5.76	5.88
ROE (Core)	10.3%	8.7%	8.9%	9.6%	9.9%
ROA (Core)	7.5%	6.8%	7.2%	7.7%	7.8%

Key Assumptions					
Yearly	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
OPD patients Volume growth	-45%	-3%	-2%	-1%	0%
OPD per visits growth	34%	13%	3%	3%	5%
IPD patients Volume growth	3%	-6%	-16%	1%	2%
IPD per visits growth	-2%	-5%	9%	10%	5%
<b>Revenue Portion</b>					
General Patients	68%	68%	65%	65%	66%
SSO	33%	33%	35%	35%	34%

Source : Company, LHSEC Estimates

BCH Statement of Comprehensive Income					
Quarterly	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A
Revenue from sales	2,903	3,020	3,034	2,956	2,906
Cost of sales	(2,088)	(2,112)	(2,197)	(2,193)	(2,146)
<b>Gross profit</b>	<b>815</b>	<b>909</b>	<b>837</b>	<b>763</b>	<b>760</b>
Other income	27	29	21	45	23
<b>Total revenues</b>	<b>842</b>	<b>938</b>	<b>857</b>	<b>808</b>	<b>783</b>
SG&A	(376)	(402)	(395)	(449)	(406)
Share of profit : Associates & JVs	1	0	1	0	1
<b>Operating profit</b>	<b>467</b>	<b>537</b>	<b>463</b>	<b>359</b>	<b>378</b>
Finance costs	(15)	(14)	(7)	(13)	(10)
<b>Core profit before taxes</b>	<b>452</b>	<b>522</b>	<b>455</b>	<b>347</b>	<b>368</b>
Extra items	(7)	7	35	17	-
<b>Profit before income taxes</b>	<b>445</b>	<b>529</b>	<b>491</b>	<b>363</b>	<b>368</b>
Tax expense	(98)	(118)	(101)	(86)	(83)
<b>Net Profit</b>	<b>321</b>	<b>388</b>	<b>347</b>	<b>259</b>	<b>268</b>
<b>Core Profit</b>	<b>328</b>	<b>381</b>	<b>312</b>	<b>243</b>	<b>268</b>
EBITDA (inc. Other income)	725	796	727	642	647
Core EPS (Bt)	0.13	0.15	0.13	0.10	0.11

Statement of Financial Position					
Quarterly	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A
Cash and cash equivalents	1,454	1,252	1,381	1,591	1,299
<b>Total current assets</b>	<b>3,900</b>	<b>3,923</b>	<b>3,668</b>	<b>3,798</b>	<b>3,713</b>
<b>Total assets</b>	<b>17,432</b>	<b>17,451</b>	<b>17,323</b>	<b>17,486</b>	<b>17,576</b>
<b>Total current liabilities</b>	<b>2,586</b>	<b>2,967</b>	<b>2,935</b>	<b>2,840</b>	<b>2,626</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>3,062</b>	<b>3,429</b>	<b>3,381</b>	<b>3,279</b>	<b>3,074</b>
Issued and paid-up share capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>14,371</b>	<b>14,022</b>	<b>13,943</b>	<b>14,207</b>	<b>14,502</b>

Cash Flow Statement					
Quarterly	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A
<b>Profit</b>	<b>445</b>	<b>529</b>	<b>491</b>	<b>363</b>	<b>368</b>
<b>Net cash from operating activities</b>	<b>635</b>	<b>454</b>	<b>885</b>	<b>708</b>	<b>393</b>
<b>Net cash from investing activities</b>	<b>(324)</b>	<b>(208)</b>	<b>(374)</b>	<b>(265)</b>	<b>(487)</b>
<b>Net cash from financing activities</b>	<b>(195)</b>	<b>(454)</b>	<b>(373)</b>	<b>(294)</b>	<b>(198)</b>
<b>Net increase (decrease) in cash</b>	<b>115</b>	<b>(209)</b>	<b>138</b>	<b>149</b>	<b>(292)</b>

Key Financial Ratios					
Quarterly	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A
Sales growth	2.1%	5.7%	-7.0%	7.0%	0.1%
Gross profit growth	1.8%	22.1%	-18.2%	21.0%	-6.8%
SG&A growth	0.0%	3.6%	-5.1%	8.2%	8.1%
EBITDA growth	5.3%	27.2%	-17.5%	22.1%	-10.8%
Core profit growth	2.9%	37.7%	-31.2%	60.9%	-18.4%
<b>GPM-sales</b>	<b>28.1%</b>	<b>30.1%</b>	<b>27.6%</b>	<b>25.8%</b>	<b>26.2%</b>
SG&A to sales	12.9%	13.3%	13.0%	15.2%	14.0%
<b>Core profit margin</b>	<b>11.2%</b>	<b>12.5%</b>	<b>10.2%</b>	<b>8.1%</b>	<b>9.1%</b>
Net IBD / Equity (x)	0.05	0.07	0.08	0.06	0.05
BV (Bt)	5.32	5.20	5.19	5.29	5.40
ROE (Core)	9.2%	10.7%	8.9%	6.9%	3.7%
ROA (Core)	7.5%	8.7%	7.2%	5.6%	6.1%

Key Assumptions					
Quarterly	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A
OPD Revenue Growth YoY	4%	2%	-8%	-2%	-5%
IPD Revenue Growth YoY	-3%	-3%	-9%	3%	1%
SSO Revenue Growth YoY	4%	17%	-6%	15%	4%
<b>Revenue Portion</b>					
General Patients	65%	63%	66%	67%	64%
SSO	37%	34%	33%	36%	36%

Source : Company, LHSEC Estimates

**DISCLOSURES & DISCLAIMERS**

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่กล่าวถึงในรายงานนี้

บริษัทเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัท แอล เอช ไฟแนนเชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (“LHFG”) ข้อมูลใดๆ ที่อ้างถึง LHFG ในรายงานนี้ มีวัตถุประสงค์เพียงเพื่อใช้ในการเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์อื่น ๆ เท่านั้น

ข้อมูลต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยได้พิจารณาแล้วว่ามาจากแหล่งข้อมูลที่ต้อง และ/หรือ มีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่อาจรับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลยพินิจของบริษัทแต่เพียงฝ่ายเดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลต่างๆ โดยไม่ต้องบอกกล่าวล่วงหน้า

รายงานนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด ห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับคำยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัท

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง อีกทั้งบริษัทและ/หรือ บริษัทในกลุ่มธุรกิจทางการเงินของ LHFG อาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงาน/บทความนี้ก็ได้ นักลงทุนจึงควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน บริษัทไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ในทุกรณี

**RATINGS DEFINITION**

ในบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่เราจัดทำมีการให้คำแนะนำและใช้สัญลักษณ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์หลายอย่าง ในส่วนนี้เราจะอธิบายถึงระบบต่างๆ ดังกล่าวโดยสังเขปเพื่อให้ผู้อ่านเข้าใจหลักการ วิธีคิด และความหมายว่าคำแนะนำแต่ละระบบมีความแตกต่างกันอย่างไร

RATING คือ “คำแนะนำด้านปัจจัยพื้นฐาน” พิจารณาจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในระยะ 12 เดือนข้างหน้า โดยอิงส่วนต่างของราคาหุ้นกับมูลค่ายุติธรรม (FAIR VALUE) แบ่งเป็น 5 ชั้น ได้แก่ (1) SBUY= STRONG BUY=ราคาหุ้นมีส่วนต่างจากมูลค่ายุติธรรมตั้งแต่ 15% ขึ้นไป, (2) BUY= ราคาหุ้นส่วนต่างจากมูลค่ามากกว่า 5% แต่ไม่ถึง 15%, (3) HOLD=ราคาหุ้นส่วนต่างจากมูลค่าน้อยกว่า 5%, (4) TBUY= TRADING BUY=ราคาเกินมูลค่าแล้ว แต่ยังมีปัจจัยหนุนให้ราคาปรับตัวขึ้นต่อ สามารถซื้อเพื่อเก็งกำไรระยะสั้นได้, (5) SELL=ราคาหุ้นขึ้นเกินมูลค่าแล้ว และขาดปัจจัยสนับสนุนอย่างเพียงพอที่จะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นต่อ

ACTION คือ “คำแนะนำด้านกลยุทธ์” ตาม QUANTAMENTAL STRATEGY ของเรา ซึ่งได้มาจากการประเมิน 2 ด้าน คือ FUNDAMENTAL METRIC และ QUANTITATIVE METRIC

FUNDAMENTAL METRIC คือ “ความน่าสนใจของราคาหุ้น” (ATTRACTIVENESS) แบ่งเป็น 3 ระดับ คือ CHEAP=ถูก, FAIR=เหมาะสม และ DEAR=แพง เราใช้ RATING ที่ประเมินโดยนักวิเคราะห์ที่ปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งเป็นตัวชี้วัดทางด้านความเห็น (OPINION-BASED METRIC) โดยแปลงค่า RATING มาเป็น FUNDAMENTAL METRIC ดังนี้ CHEAP=SBUY หรือ BUY, FAIR=HOLD, DEAR=TBUY หรือ SELL

ส่วน QUANTITATIVE METRIC คือ “ความแข็งแกร่งของราคาหุ้น” (ROBUSTNESS) หรือ “คุณภาพของแนวโน้ม” (TREND QUALITY) ซึ่งได้จากการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (REALITY-BASED METRIC) พิจารณาจาก 3 ระยะเวลา (สั้น=HOURLY, กลาง=DAILY และยาว= WEEKLY) โดยแบ่งตัวชี้วัดออกเป็น 3 ระดับเช่นกัน คือ BULL=แนวโน้มขึ้น, BOAR=แนวโน้มทรงตัว/ค่อนข้างไร้ทิศทาง และ BEAR=แนวโน้มลง

เมื่อนำ QUANT และ FUNDAMENTAL มารวมกัน จะเป็น QUANTAMENTAL จะได้ ACTION เป็น 3x3=9 กลยุทธ์ ตาม MATRIX ดังนี้

		← FUNDAMENTAL →		
		WEAK	NEUTRAL	STRONG
↑ QUANTITATIVE ↓	BULL	TBUY	BUY	SBUY
	BOAR	REDUCE	HOLD	ADD
	BEAR	SWITCH	SELL	WBUY

ทั้งนี้ คำแนะนำ ACTION ทั้ง 9 กลยุทธ์ มีความหมายดังนี้ SBUY=STRONG BUY=ราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่ามาก และราคามีแนวโน้มขึ้น ควรเข้าซื้อทันที, BUY=ราคาใกล้เคียงมูลค่า แต่ยังมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นต่อ, TBUY= TRADING BUY=ราคาอยู่ในระดับแพง แต่มีโอกาสที่จะปรับขึ้นต่อได้ แนะนำแค่ซื้อเก็งกำไร, ADD=ราคาอยู่ต่ำกว่ามูลค่ามาก แต่ยังมีแนวโน้มทรงตัว สามารถทยอยซื้อสะสมได้, WBUY=WEAK BUY=ราคาอยู่ในระดับต่ำกว่ามูลค่าแล้ว แต่มีปัจจัยกดดันให้ปรับตัวลงอีก ควรรอซื้อเมื่อราคาอ่อนตัว, HOLD=ราคาใกล้เคียงมูลค่าแล้ว และมีแนวโน้มทรงตัว แนะนำถือ, REDUCE=ราคาอยู่ในระดับเกินมูลค่า และมีแนวโน้มทรงตัว ควรจับตาดูใกล้ชิด/เพิ่มความระมัดระวัง แนะนำให้ทยอยลดการลงทุน, SELL=ราคาใกล้เคียงมูลค่า และมีแนวโน้มลง แนะนำขาย, SWITCH=ราคาเกินมูลค่าและมีแนวโน้มลง แนะนำให้เปลี่ยนตัวเล่น

สำหรับคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ในระดับ SECTOR พิจารณาจากผลตอบแทนเปรียบเทียบของกลุ่มธุรกิจ มี 3 ระดับ คือ OVERWEIGHT=ลงทุนสูงกว่าน้ำหนักดัชนี คาดให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาด (OUTPERFORM), NEUTRAL=แนะนำลงทุนเท่ากับน้ำหนักดัชนี คาดว่าให้ผลตอบแทนใกล้เคียงตลาด และ UNDERWEIGHT=ลงทุนน้อยกว่าน้ำหนักดัชนี คาดว่าจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด (UNDERPERFORM)

นอกจากนี้ เพื่อให้ผู้อ่านเข้าใจถึงระดับความน่าสนใจของหุ้นต่างๆ อย่างง่าย เราได้ใช้สัญลักษณ์ความน่าสนใจของหุ้นเป็นจำนวนดาว (STAR RATING) ซึ่ง STAR RATING จะมีระดับความน่าสนใจสูงสุดเป็น ★★★★★ และระดับความน่าสนใจต่ำสุดเป็น ★

โดย STAR RATING นี้จะประมวลจากความเห็นนักวิเคราะห์ 3 ด้าน คือมาจาก RATING ทางด้านพื้นฐานสูงสุด 2 ดาว (SBUY/BUY=★★★★, TBUY/HOLD=★) ด้านเทคนิคสูงสุด 2 ดาว (BULL=★★, BOAR=★) และด้านกลยุทธ์ SECTOR สูงสุด 1 ดาว (OVERWEIGHT=★) เช่น หุ้น XYZ มีคำแนะนำด้านพื้นฐานเป็น BUY มีคำแนะนำด้านเทคนิคเป็น BOAR และมีคำแนะนำด้านกลยุทธ์ระดับ SECTOR เป็น NEUTRAL เราจะให้ STAR RATING ของหุ้น XYZ เท่ากับ ★★★ เป็นต้น

สำหรับเครื่องมือที่สถานะตลาดต่างๆ ที่เราได้แสดงตัวเลขไว้ในหน้า 1 มีวิธีการอ่านค่าและแปลความหมายโดยสังเขป ดังนี้

Bullish	Bearish
MACD > SIGNAL	MACD < SIGNAL
% K > % D	% K < % D
FTI Signal > FTI	FTI Signal < FTI
DI <sup>+</sup> > DI <sup>-</sup>	DI <sup>+</sup> < DI <sup>-</sup>

  

Overbought	Oversold
% K > 80	% K < 20
RSI > 70	RSI < 30
Hist Vol < 10	Hist Vol > 20

ในรายงานนี้ยังได้เปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI INSTITUTE OF DIRECTORS-IOD) ในเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ (CORPORATE GOVERNANCE RATING) และผลการประเมินของสถาบันไทยพัฒนาทางด้านดัชนีชี้วัดความคืบหน้า การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR) ของบริษัทจดทะเบียนไว้ด้วย

ทั้งนี้ การประเมิน CG RATING และ ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR ดังกล่าว กำหนดสัญลักษณ์และความหมาย ดังนี้

CORPORATE GOVERNANCE RATING

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ (EXCELLENT)
80-89		ดีมาก (VERY GOOD)
70-79		ดี (GOOD)
60-69		ดีพอใช้ (SATISFACTORY)
50-59		ผ่าน (PASS)
ต่ำกว่า 50	-	-

ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR

ระดับ	ความหมาย
ได้รับการรับรอง (CERTIFIED)	บริษัทได้รับการรับรองเป็นสมาชิกแนวร่วมปฏิบัติในการต่อต้านทุจริต (COLLECTIVE ACTION COALITION) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
ประกาศเจตนารมณ์ (DECLARED)	บริษัทได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วม CAC
ไม่เปิดเผย (NON-DISCLOSURE) หรือ ไม่มีนโยบาย (NON-COMMITTED)	บริษัทไม่ได้ประกาศเจตนารมณ์เป็นแนวร่วม CAC หรือไม่มีนโยบายในเรื่องนี้

การจัดอันดับดังกล่าวเป็นผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏเท่านั้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง การเปิดเผยข้อมูลนี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด