LH Securities

ธนัตถ์ กันตพรพงศ์, IAA
Fundamental Analyst
✉ **Tanat.ku@lhsec.co.th**
✆ 02 055 5139

THAILAND | COMPANY FOCUS

BUMRUNGRAD HOSPITAL PCL.

บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)

RATING	**TBUY**	TARGET	**212**	UPSIDE	**+7%**	TICKER	**BH**
CLOSE	**198**	VALUATION	**DCF**	TOTAL SHARES	**795m**	SECTOR	**HEALTH**

กำไร 3Q69 ใกล้เคียงคาด รายได้ผู้ป่วยไทยกลับมาโต

- *BH รายงานกำไรสุทธิ 3Q69 ที่ 2,065 ลบ. (+1.5% YoY, +9.3% QoQ) ใกล้เคียงตลาดคาด หนุนจากรายได้ผู้ป่วยไทยที่กลับมาเติบโต ขณะที่รายได้ผู้ป่วยต่างชาติทรงตัว และค่าใช้จ่ายการตลาดกับค่าเสื่อมราคาที่เพิ่มขึ้นจำกัดการเติบโตของกำไร*
- *คาดกำไร 4Q69 ทรงตัว YoY แต่ลดลง QoQ หลังผ่านฤดูฝ น และมีฐานผู้ป่วยไข้หวัดใหญ่สูงในปีก่อน โดยความต้องการตรวจสุขภาพปลายปีช่วยพยุงรายได้ ขณะที่ยังต้องติดตามการฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติ*
- *คงคำแนะนำ "ซื้อเก็งกำไร" โดยมีมุมมองเป็นกลางต่อผลประกอบการ แม้รายได้ผู้ป่วยไทยฟื้นตัว แต่อัตรากำไรยังไม่ขยายตัวชัดเจน และต้องรอการเติบโตของตลาดต่างชาติกลับมาเป็นแรงขับเคลื่อนเพิ่มเติม*

ประเด็นการลงทุน

- ***กำไรสุทธิอยู่ที่ 2,065 ลบ. (+1.5% YoY, +9.3% QoQ)*** เทียบกับที่ตลาดคาด โดยรายได้กิจการโรงพยาบาลที่เพิ่มขึ้นและค่าใช้จ่ายบริหารที่ลดลงช่วยหนุนผลประกอบการ แต่ถูกหักล้างบางส่วนด้วยค่าใช้จ่ายขาย ค่าเสื่อมราคา และภาษีที่สูงขึ้น ส่งผลให้กำไรสุทธิ 9M69 อยู่ที่ 5,744 ลบ. (+2.1% YoY) คิดเป็น 75.6% ของประมาณการกำไรทั้งปีเดิมที่ 7,601 ลบ.ของเรา มีประเด็นสำคัญ คือ
  - ***รายได้กิจการโรงพยาบาลอยู่ที่ 6,676 ลบ. (+2.8% YoY, +7.1% QoQ)*** หนุนจากรายได้ผู้ป่วยไทยที่กลับมาเติบโต 8.2% YoY หลังหดตัวติดต่อกัน 5 ไตรมาส ส่งผลให้สัดส่วนรายได้ไทยเพิ่มเป็น 34.9% จาก 33.2% ในปีก่อน ขณะที่รายได้ผู้ป่วยต่างชาติยังเติบโตได้เล็กน้อย 0.2% YoY สวนทางผู้ประกอบการบางรายที่หดตัว และมีสัดส่วนรายได้ 65.1% สะท้อนการฟื้นตัวของตลาดไทยควบคู่กับความสามารถในการรักษาฐานรายได้ต่างชาติ
  - ***ต้นทุนกิจการโรงพยาบาลอยู่ที่ 3,143 ลบ. (+2.7% YoY, +5% QoQ)*** เพิ่มใกล้เคียงรายได้ YoY จากค่าธรรมเนียมแพทย์และต้นทุนสินค้า ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 52.9% ทรงตัว YoY แต่เพิ่มจาก 52.0% ใน 2Q69 ด้านค่าใช้จ่ายขายเพิ่ม 15.2% YoY เป็น 192 ลบ. จากค่าใช้จ่ายการตลาด ขณะที่ค่าใช้จ่ายบริหารลด 1.4% YoY เป็น 877 ลบ. ช่วยชดเชยบางส่วน
  - ***EBITDA อยู่ที่ 2,812 ลบ. (+3% YoY, +8% QoQ)*** และ EBITDA margin เพิ่มเล็กน้อยเป็น 41.8% จาก 41.5% ปีก่อน อย่างไรก็ตาม ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเพิ่ม 12.6% YoY ขณะที่ภาษีเงินได้เพิ่ม 3.4% YoY ตามกำไรทางภาษีที่สูงขึ้น ทำให้อัตรากำไรสุทธิลดเหลือ 30.7% จาก 30.9% สะท้อนว่าการเติบโตของรายได้ยังไม่ได้ส่งผ่านเป็นการขยายตัวของอัตรากำไรสุทธิ

คำแนะนำ

- ***คงคำแนะนำ "ซื้อเก็งกำไร"*** ด้วยราคาเป้าหมาย 212 บาท อิงวิธี DCF ที่ WACC 7.5% และ LTG 3% เทียบเท่า FY69F P/E 22x เรามีมุมมองเป็นกลางต่องบ เนื่องจากกำไรใกล้เคียงคาด แม้รายได้ผู้ป่วยไทยกลับมาเติบโต แต่รายได้ต่างชาติยังไม่เร่งตัวและอัตรากำไรยังไม่ขยายตัวชัดเจน สำหรับ 4Q69 คาดกำไรทรงตัว YoY แต่ลดลง QoQ ตามฤดูกาล โดยมีความต้องการตรวจสุขภาพปลายปีช่วยพยุงรายได้

ปัจจัยเสี่ยง

- ปัจจัยเสี่ยงสำคัญ ได้แก่ 1) จำนวนผู้ป่วยไทยและจำนวนผู้ป่วยโดยรวมฟื้นตัวช้ากว่าคาด 2) รายได้จากผู้ป่วยตะวันออกกลางชะลอตัวจากฐานที่สูงขึ้น 3) ภาวะเศรษฐกิจและการท่องเที่ยวที่อ่อนแอกว่าคาด 4) เหตุการณ์ความไม่สงบในตะวันออกกลาง และ 5) การเปลี่ยนแปลงนโยบายหรือกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจโรงพยาบาล

STOCK INFORMATION

Fiscal Year End	Dec 31
Issued Shares (m)	795
Par Value (Bt)	1.00
Market Capitalization (Btm)	157,393
Estimated Free Float (%)	72.0%
Foreign Shareholders (Actual / Limit) (%)	32.48% / 49.0%
YTD Avg Daily Turnover (Btm)	914
YTD Turnover Ratio (%)	121.15%
Statistical Beta (Raw / Adjusted)	0.93/ 0.98
Constituen	SET/SET50FF/SET100/SET100FF/SETCLMV/SETESG/SETWB
Auditor	EY OFFICE LIMITED
CG Rating	Excellent
Thai CAC	Certified

ESG Scoring

SET ESG Ratings	A
ESG Book	63.11
Moody's	29.00
MSCI	A
Refinitiv	60.72
S&P	31.00

MAJOR SHAREHOLDERS as of 31 August 26

บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	10.35%
บริษัท กรุงเทพประกันภัย จำกัด (มหาชน)	9.95%
UOB KAY HIAN (HONG KONG) LIMITED - Client Account	7.78%
ธนาคาร กรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	6.70%
บริษัท วัฒนโสภณพนิช จำกัด	3.49%
กองทุนรวม วายุภักษ์หนึ่ง	3.45%
SOUTH EAST ASIA UK (TYPE C) NOMINEES LIMITED	3.38%
THE BANK OF NEW YORK MELLON	3.32%
สำนักงานประกันสังคม	3.29%
UBS AG SINGAPORE BRANCH - FOR CLIENTS' ACCOUNTS	2.54%
STATE STREET EUROPE LIMITED	1.66%
BANQUE PICTET & CIE SA	1.47%

FORECASTS & VALUATION Consolidated

Year End	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Sales (Btm)	25,296	25,634	25,134	25,352	26,485
EBITDA (Btm)	9,569	10,265	10,164	10,627	11,001
Core Profit (Btm)	6,978	7,797	7,524	7,601	7,727
Net Profit (Btm)	6,978	7,797	7,524	7,601	7,727
EPS (Bt) (Core)	8.78	9.81	9.46	9.56	9.72
EPS Growth (%)	41.2%	11.7%	-3.6%	1.1%	1.7%
DPS (Bt)	3.70	5.16	5.00	13.00	7.85
P/E (x)	22.6	20.2	20.9	20.7	20.4
D/P (%)	1.9%	2.6%	2.5%	6.6%	4.0%
BV (Bt)	30.32	34.97	39.17	35.77	37.62
P/B (x)	6.5	5.7	5.1	5.5	5.3
ROE (%)	31.6%	30.0%	25.5%	25.5%	26.5%

Source : Company, SETSMART, LHSEC Estimates

BUSINESS DESCRIPTION

ธุรกิจโรงพยาบาลเอกชน ภายใต้ชื่อ โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์อินเตอร์เนชั่นแนล ในกรุงเทพมหานคร โดยมีการให้บริการทางการแพทย์ครบวงจร รวมทั้งศูนย์บริการผู้ป่วยต่างชาติ และลงทุนในธุรกิจการแพทย์และธุรกิจที่เกี่ยวข้องทั้งในและต่างประเทศ

DIVIDEND POLICY

เมื่อบริษัทมีกำไรสุทธิที่จะจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ บริษัทจะจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นตามสิทธิของหุ้นบุริมสิทธิก่อน (โดยมีเงื่อนไขเพิ่มเติม)

Figure 1 : 3Q69 Review

BH

Statement of Comprehensive Income

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A	3Q26F	% Diff	%QoQ	%YoY	9M25A	9M26A	%YoY
Revenue from sales	**6,492**	**6,517**	**6,204**	**6,231**	**6,676**	**6,675**	**0%**	**7%**	**2.8%**	18,617	19,112	**2.7%**
Cost of sales	(3,061)	(3,187)	(3,022)	(2,988)	(3,143)	(3,104)	1%	5%	2.7%	(8,964)	(9,153)	-2.1%
Gross profit	**3,431**	**3,331**	**3,182**	**3,243**	**3,533**	**3,571**	**-1%**	**9%**	**3.0%**	**9,653**	**9,959**	**3.2%**
Other income	137	90	112	92	95	90	5%	2%	-30.8%	438	299	-31.6%
Gross profit + Other income	**3,568**	**3,420**	**3,294**	**3,336**	**3,628**	**3,661**	**-1%**	**9%**	**1.7%**	**10,090**	**10,258**	**1.7%**
SG&A	(1,056)	(1,101)	(1,060)	(982)	(1,069)	(1,063)	1%	9%	1.2%	(3,101)	(3,110)	-0.3%
Share of profit : Associates & JVs										-	-	
Operating profit	**2,512**	**2,319**	**2,235**	**2,354**	**2,559**	**2,598**	**-1%**	**9%**	**1.9%**	**6,989**	**7,148**	**2.3%**
Finance costs	(0.9)	(1.5)	(1.4)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	-4%	-4%	45.6%	(5.1)	(4.1)	21.1%
Core profit before taxes	**2,511**	**2,318**	**2,233**	**2,352**	**2,558**	**2,596**	**-1%**	**9%**	**1.9%**	**6,984**	**7,144**	**2.3%**
Extra items	-	-	(0)	(0)	(0)	-				-	(0)	
Profit before income taxes	**2,511**	**2,318**	**2,233**	**2,352**	**2,558**	**2,596**	**-1%**	**9%**	**1.9%**	**6,984**	**7,144**	**2.3%**
Tax expense	(464)	(424)	(433)	(442)	(480)	(488)	-2%	9%	3.4%	(1,313)	(1,355)	-3.2%
Net Profit	**2,035**	**1,885**	**1,790**	**1,889**	**2,065**	**2,098**	**-2%**	**9%**	**1.5%**	**5,627**	**5,748**	**2.1%**
Core Profit	**2,035**	**1,885**	**1,790**	**1,889**	**2,065**	**2,098**	**-2%**	**9%**	**1.5%**	**5,583**	**5,706**	**2.2%**
EBITDA (inc. Other income)	2,731	2,543	2,455	2,599	2,812	2,848	-1%	8%	3.0%	7,607	7,867	3.4%
Core EPS (Bt)	2.56	2.37	2.25	2.38	2.60	2.64	-2%	9%	1.5%	7.08	7.23	2.1%

Statement of Financial Position

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A	3Q26F	%QoQ	%YoY	9M25A	9M26A	%YoY
Cash and cash equivalents	4,105	7,595	3,922	3,907	5,422	5,422	39%	32.1%	4,105	5,422	32.1%
Total current assets	**16,740**	**18,781**	**20,110**	**14,281**	**12,764**	**12,764**	**-11%**	**-23.7%**	**16,740**	**12,764**	-23.7%
Total assets	**33,823**	**36,250**	**38,506**	**32,961**	**31,517**	**31,517**	**-4%**	**-6.8%**	**33,823**	**31,517**	-6.8%
Total current liabilities	**3,546**	**4,085**	**4,485**	**4,245**	**3,905**	**3,905**	**-8%**	**10.1%**	**3,546**	**3,905**	10.1%
Total liabilities	**4,638**	**5,288**	**5,736**	**5,447**	**5,126**	**5,126**	**-6%**	**10.5%**	**4,638**	**5,126**	10.5%
Issued and paid-up share capital	796	796	796	796	796	796	**0%**	**0.0%**	796	796	0.0%
Total shareholders' equity	**29,078**	**30,851**	**32,654**	**27,393**	**26,265**	**27,393**	**-4%**	**-9.7%**	**29,078**	**26,265**	-9.7%

Cash Flow Statement

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A	3Q26F	%QoQ	%YoY	9M25A	9M26A	%YoY
Profit	**2,511**	**2,318**	**2,233**	**2,352**	**2,558**	**2,596**	**9%**	**1.9%**	**6,983**	**7,143**	2.3%
Net cash from operating activities	**2,391**	**2,097**	**1,567**	**982**	**4,430**	**4,430**	**351%**	**85.3%**	**6,156**	**6,978**	13.3%
Net cash from investing activities	**1,405**	**1,415**	**(5,226)**	**6,189**	**270**	**270**	**-96%**	**-80.8%**	**(1,217)**	**1,233**	201.3%
Net cash from financing activities	**(1,640)**	**(27)**	**(23)**	**(7,188)**	**(3,181)**	**(3,181)**	**56%**	**-93.9%**	**(4,072)**	**(10,392)**	-155%
Net increase (decrease) in cash	**2,155**	**3,485**	**(3,682)**	**(18)**	**1,519**	**1,519**	**8755%**	**-29.5%**	**867**	**(2,180)**	-351.5%

Key Financial Ratios

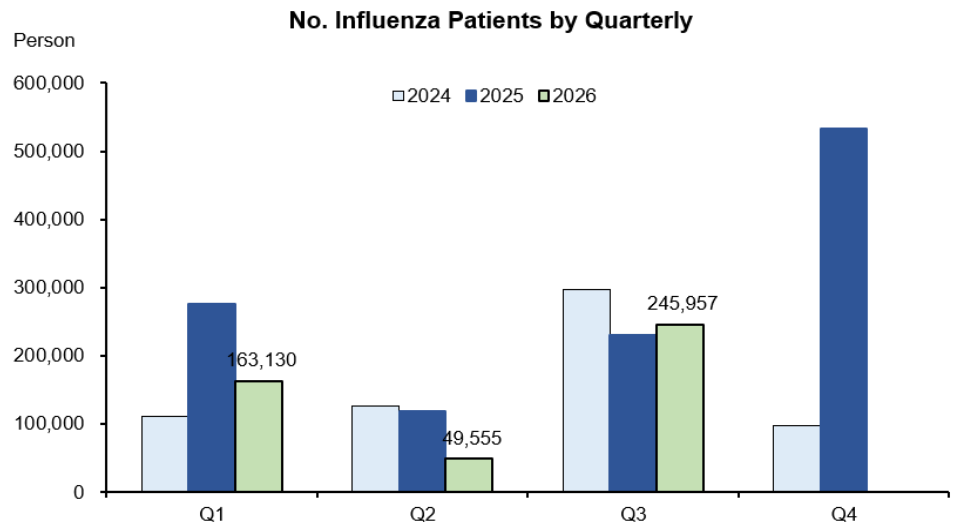
Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A	3Q26F
Sales growth	1.7%	1.0%	1.4%	3.8%	2.8%	2.8%
Gross profit growth	4.2%	4.3%	3.3%	3.2%	3.0%	4.1%
SG&A growth	5.3%	-3.6%	-2.2%	2.1%	1.2%	0.7%
EBITDA growth	5.5%	5.9%	5.0%	2.4%	3.0%	4.3%
Core profit growth	4.1%	-0.9%	3.2%	1.7%	1.5%	3.1%
GPM-sales	**52.9%**	**51.1%**	**51.3%**	**52.0%**	**52.9%**	**53.5%**
SG&A to sales	16.3%	16.9%	17.1%	15.8%	16.0%	15.9%
Core profit margin	**30.7%**	**28.5%**	**28.3%**	**29.9%**	**30.5%**	**31.0%**
IBD / Equity (x)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BV (Bt)	36.19	38.42	40.68	34.04	32.61	34.04
ROE (Core)	27.9%	24.9%	22.3%	24.9%	30.4%	14.1%
ROA (Core)	24.2%	21.5%	19.2%	21.1%	25.6%	13.0%

Key Assumptions

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A	3Q26F
Thai Patients Revenue Growth	-1.6%	-6.3%	-3.6%	-2.2%	8.2%	3.4%
International Patients Revenue Growth	3.4%	5.0%	4.2%	7.1%	0.2%	2.5%
Revenue by Nationality						
Thai	33%	33%	34%	34%	35%	33%
Non-Thai	67%	67%	66%	66%	65%	67%

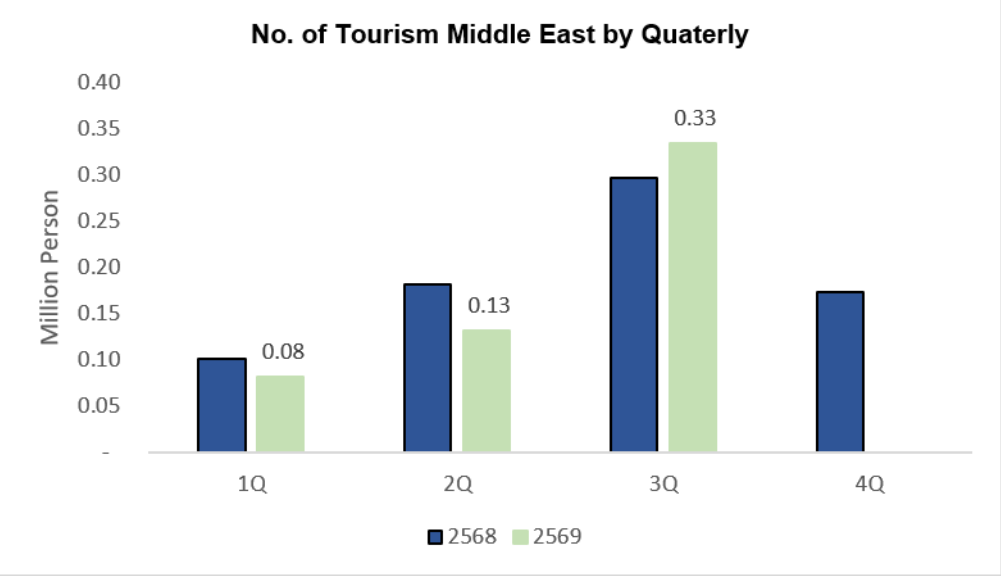
Source : Company, LHSEC Estimates

Figure 2 : No. of Influenza Patients by Quarterly



Source : DOE, Company data

Figure 3 : No. of Tourism Middle East by Quarterly



Source : MOTS, LHSEC Estimates

BH

Statement of Comprehensive Income

Unit : Btm

Yearly	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Revenue from sales	**25,296**	**25,634**	**25,134**	**25,352**	**26,485**
Cost of sales	(12,895)	(12,503)	(12,151)	(12,169)	(12,845)
Gross profit	**12,401**	**13,131**	**12,984**	**13,183**	**13,640**
Other income	392	508	541	547	572
Gross profit + Orther income	**12,793**	**13,639**	**13,525**	**13,730**	**14,212**
SG&A	(4,180)	(4,171)	(4,202)	(4,273)	(4,600)
Share of profit : Associates & JVs					
Operating profit	**8,612**	**9,467**	**9,322**	**9,456**	**9,611**
Finance costs	(2)	(8)	(8)	(4)	(4)
Core profit before taxes	**8,610**	**9,459**	**9,314**	**9,452**	**9,607**
Extra items	-	-	-	-	-
Profit before income taxes	**8,610**	**9,459**	**9,314**	**9,452**	**9,607**
Tax expense	(1,583)	(1,604)	(1,737)	(1,796)	(1,826)
Net Profit	**6,978**	**7,797**	**7,524**	**7,601**	**7,727**
Core Profit	**6,978**	**7,797**	**7,524**	**7,601**	**7,727**
EBITDA (inc. Other income)	9,569	10,265	10,164	10,627	11,001
Core EPS (Bt)	8.78	9.81	9.46	9.56	9.72

Statement of Financial Position

Unit : Btm

Year End	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Cash and cash equivalents	3,774	3,259	7,595	5,442	6,844
Total current assets	**15,685**	**16,732**	**18,781**	**17,754**	**19,172**
Total assets	**29,212**	**32,653**	**36,459**	**40,810**	**45,505**
Total current liabilities	**4,184**	**3,827**	**4,085**	**3,682**	**3,841**
Total liabilities	**5,114**	**4,852**	**5,288**	**5,812**	**6,573**
Issued and paid-up share capital	795	795	795	795	795
Total shareholders' equity	**24,098**	**27,801**	**31,171**	**35,011**	**38,932**

Cash Flow Statement

Unit : Btm

Yearly	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Profit for the year	**8,610**	**9,459**	**9,314**	**9,452**	**9,607**
Net cash from operating activities	**6,296**	**6,913**	**11,136**	**7,483**	**9,512**
Net cash from investing activities	**(1,784)**	**(3,472)**	**(2,823)**	**(6,779)**	**(4,907)**
Net cash from financing activities	**(2,787)**	**(3,982)**	**(3,656)**	**(2,845)**	**(3,216)**
Net increase (decrease) in cash	**1,725**	**(541)**	**4,657**	**(2,141)**	**1,390**

Key Financial Ratios

Unit : %

Yearly	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Sales growth	22.5%	1.3%	-2.0%	0.9%	4.5%
Gross profit growth	29.9%	5.9%	-1.1%	1.5%	3.5%
SG&A growth	10.1%	-0.2%	0.7%	1.7%	7.6%
EBITDA growth	34.3%	7.3%	-1.0%	4.6%	3.5%
Core profit growth	41.2%	11.7%	-3.5%	1.0%	1.7%
GPM-sales	**49.0%**	**51.2%**	**51.7%**	**52.0%**	**51.5%**
SG&A to sales	16.5%	16.3%	16.7%	16.9%	17.4%
EBITDA margin	37.2%	39.3%	39.6%	41.0%	40.7%
Core profit margin	**27.2%**	**29.8%**	**29.3%**	**29.4%**	**28.6%**
IBD / Equity (x)	0.00	0.00	0.00	0.03	0.04
BV (Bt)	30.32	34.97	39.17	44.04	48.97
ROE (Core)	31.6%	30.0%	25.5%	23.0%	20.9%
ROA (Core)	26.1%	25.2%	21.8%	19.7%	17.9%

Key Assumptions

Yearly	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
OPD Revenue Growth	30.2%	-0.7%	-2.0%	4.7%	4.0%
IPD Revenue Growth	15.5%	3.4%	-2.0%	2.1%	5.0%
Thai Patients Revenue Growth	7.7%	4.8%	-1.8%	-3.0%	3.0%
International Patients Revenue Growth	28.9%	-0.4%	-2.0%	2.9%	5.2%
Service Mix (%)					
OPD Revenue	51%	50%	50%	51%	50%
IPD Revenue	49%	50%	50%	49%	50%
Revenue by Nationality					
Thai	33%	34%	33%	33%	33%
Non-Thai	67%	66%	67%	67%	67%

Source : Company, LHSEC Estimates

BH

Statement of Comprehensive Income

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A
Revenue from sales	**6,492**	**6,517**	**6,204**	**6,231**	**6,676**
Cost of sales	(3,061)	(3,187)	(3,022)	(2,988)	(3,143)
Gross profit	**3,431**	**3,331**	**3,182**	**3,243**	**3,533**
Other income	137	90	112	92	95
Gross profit + Other income	**3,568**	**3,420**	**3,294**	**3,336**	**3,628**
SG&A	(1,056)	(1,101)	(1,060)	(982)	(1,069)
Share of profit : Associates & JVs					
Operating profit	**2,512**	**2,319**	**2,235**	**2,354**	**2,559**
Finance costs	(0.9)	(1.5)	(1.4)	(1.3)	(1.3)
Core profit before taxes	**2,511**	**2,318**	**2,233**	**2,352**	**2,558**
Extra items	-	-	(0)	(0)	(0)
Profit before income taxes	**2,511**	**2,318**	**2,233**	**2,352**	**2,558**
Tax expense	(464)	(424)	(433)	(442)	(480)
Net Profit	**2,035**	**1,885**	**1,790**	**1,889**	**2,065**
Core Profit	**2,035**	**1,885**	**1,790**	**1,889**	**2,065**
EBITDA (inc. Other income)	2,731	2,543	2,455	2,599	2,812
Core EPS (Bt)	2.56	2.37	2.25	2.38	2.60

Statement of Financial Position

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A
Cash and cash equivalents	4,105	7,595	3,922	3,907	5,422
Total current assets	**16,740**	**18,781**	**20,110**	**14,281**	**12,764**
Total assets	**33,823**	**36,250**	**38,506**	**32,961**	**31,517**
Total current liabilities	**3,546**	**4,085**	**4,485**	**4,245**	**3,905**
Total liabilities	**4,638**	**5,288**	**5,736**	**5,447**	**5,126**
Issued and paid-up share capital	796	796	796	796	796
Total shareholders' equity	**29,078**	**30,851**	**32,654**	**27,393**	**26,265**

Cash Flow Statement

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A
Profit	**2,511**	**2,318**	**2,233**	**2,352**	**2,558**
Net cash from operating activities	**2,391**	**2,097**	**1,567**	**982**	**4,430**
Net cash from investing activities	**1,405**	**1,415**	**(5,226)**	**6,189**	**270**
Net cash from financing activities	**(1,640)**	**(27)**	**(23)**	**(7,188)**	**(3,181)**
Net increase (decrease) in cash	**2,155**	**3,485**	**(3,682)**	**(18)**	**1,519**

Key Financial Ratios

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A
Sales growth	1.7%	1.0%	1.4%	3.8%	2.8%
Gross profit growth	4.2%	4.3%	3.3%	3.2%	3.0%
SG&A growth	5.3%	-3.6%	-2.2%	2.1%	1.2%
EBITDA growth	5.5%	5.9%	5.0%	2.4%	3.0%
Core profit growth	4.1%	-0.9%	3.2%	1.7%	1.5%
GPM-sales	**52.9%**	**51.1%**	**51.3%**	**52.0%**	**52.9%**
SG&A to sales	16.3%	16.9%	17.1%	15.8%	16.0%
Core profit margin	**30.7%**	**28.5%**	**28.3%**	**29.9%**	**30.5%**
IBD / Equity (x)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BV (Bt)	36.19	38.42	40.68	34.04	32.61
ROE (Core)	27.9%	24.9%	22.3%	24.9%	30.4%
ROA (Core)	24.2%	21.5%	19.2%	21.1%	25.6%

Key Assumptions

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A
Thai Patients Revenue Growth	-1.6%	-6.3%	-3.6%	-2.2%	8.2%
International Patients Revenue Growth	3.4%	5.0%	4.2%	7.1%	0.2%
Revenue by Nationality					
Thai	33%	33%	34%	34%	35%
Non-Thai	67%	67%	66%	66%	65%

Source : Company, LHSEC Estimates

DISCLOSURES & DISCLAIMERS

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") เพื่อวัตถุประสงค์ในการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนเท่านั้น และไม่ถือเป็นคำเสนอซื้อ คำเสนอขาย หรือคำแนะนำ ให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์

บริษัทเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ("LHFG") ทั้งนี้ การอ้างถึง LHFG หรือบริษัทในกลุ่ม LHFG ในรายงานฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการวิเคราะห์หรือการเปรียบเทียบข้อมูลเท่านั้น และมิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้นำการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม LHFG

ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่บริษัทเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้อง ความครบถ้วน หรือความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว และขอสงวนสิทธิในการแก้ไข เปลี่ยนแปลง หรือเพิ่มเติมข้อมูลในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อใช้สำหรับลูกค้าของบริษัทเท่านั้น ห้ามทำซ้ำ ดัดแปลง ส่งต่อ เผยแพร่ หรือเปิดเผยรายงานฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน ให้แก่บุคคลอื่น โดยไม่ได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัท

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาความเหมาะสมของการลงทุนอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัทไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ไปใช้

RATINGS DEFINITION

ในบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่เราจัดทำมีการให้คำแนะนำและใช้สัญลักษณ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์หลายอย่าง ในส่วนนี้เราจะอธิบายถึงระบบต่างๆ ดังกล่าวโดยสังเขปเพื่อให้ผู้อ่านเข้าใจหลักการ วิธีคิด และความหมายว่าคำแนะนำแต่ละระบบมีความแตกต่างกันอย่างไร

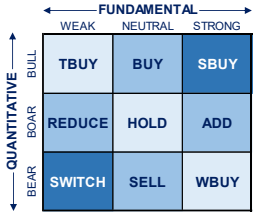
RATING คือ “คำแนะนำด้านปัจจัยพื้นฐาน” พิจารณาจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในระยะ 12 เดือนข้างหน้า โดยอิงส่วนต่างของราคาหุ้นกับมูลค่ายุติธรรม (FAIR VALUE) แบ่งเป็น 5 ขั้น ได้แก่ (1) SBUY= STRONG BUY=ราคาหุ้นมีส่วนต่างจากมูลค่ายุติธรรมตั้งแต่ 15% ขึ้นไป, (2) BUY= ราคามีส่วนต่างจากมูลค่ามากกว่า 5% แต่ไม่ถึง 15%, (3) HOLD=ราคามีส่วนต่างจากมูลค่าน้อยกว่า 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 ที่ประเมินโดยนักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งเป็นตัวชี้วัดทางด้านความเห็น (OPINION-BASED METRIC) โดยแปลงค่า RATING มาเป็น FUNDAMENTAL METRIC ดังนี้ CHEAP=SBUY หรือ BUY, FAIR=HOLD, DEAR=TBUY หรือ SELL

ส่วน QUANTITATIVE METRIC คือ “ความแข็งแรงของราคาหุ้น” (ROBUSTNESS) หรือ “คุณภาพของแนวโน้ม” (TREND QUALITY) ซึ่งได้จากการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (REALITY-BASED METRIC) พิจารณาจาก 3 กรอบเวลา (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



ทั้งนี้ คำแนะนำ ACTION ทั้ง 9 กลยุทธ์ มีความหมายดังนี้ SBUY=STRONG BUY=ราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่ามาก และราคามีแนวโน้มขึ้น ควรเข้าซื้อทันที, BUY=ราคาใกล้จะเต็มมูลค่า แต่ยังมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นต่อ, TBUY= TRADING BUY=ราคาอยู่ในระดับแพง แต่มีโอกาสที่จะปรับขึ้นต่อได้ แนะนำแค่ซื้อเก็งกำไร, ADD=ราคาอยู่ต่ำกว่ามูลค่ามาก แต่ยังมีแนวโน้มทรง สามารถทยอยซื้อสะสมได้, WBUY=WEAK BUY=ราคาอยู่ในระดับต่ำกว่ามูลค่าแล้ว แต่มีปัจจัยกดดันให้ปรับตัวลงอีก ควรรอซื้อเมื่อราคาอ่อนตัว, HOLD=ราคาใกล้จะเต็มมูลค่าแล้ว และมีแนวโน้มทรงตัว แนะนำถือ, REDUCE=ราคาอยู่ในระดับเกินมูลค่า และมีแนวโน้มทรงตัว ควรจับตาใกล้ชิด/เพิ่มความระมัดระวัง แนะนำให้ทยอยลดการลงทุน, SELL=ราคาใกล้เต็มมูลค่า 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 อย่างง่ายๆ 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

สำหรับเครื่องชี้สภาวะตลาดต่างๆ ที่เราได้แสดงตัวเลขไว้ในหน้า 1 มีวิธีการอ่านค่าและแปลความหมายโดยสังเขป ดังนี้

Bullish	Bearish
MACD > SIGNAL	MACD < SIGNAL
% K > % D	% K < % D
FTI Signal > FTI	FTI Signal < FTI
$DI^+ > DI^-$	$DI^+ < DI^-$

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

ในรายงานนี้ยังได้เปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI INSTITUTE OF DIRECTORS-IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (CORPORATE GOVERNANCE RATING) และผลการประเมินของสถาบันไทยพัฒน์ทางด้านดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (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