LH Securities

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

THAILAND | COMPANY FOCUS

# CHULARAT HOSPITAL PCL.

บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน)

| RATING | BUY | TARGET | 1.91 | UPSIDE | +22% | TICKER | CHG |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| CLOSE | 1.57 | VALUATION | DCF | TOTAL SHARES | 11,000m | SECTOR | HEALTH |

## กำไร 3Q69 สูงกว่าคาด จาก Margin ฟื้น

- *กำไรสุทธิ 3Q69 ที่ 319 ลบ. (+17%YoY, +40%QoQ) สูงกว่าตลาดคาด 12% จากรายได้สูงกว่าคาด 3% ส่งผลให้อัตรากำไรดีกว่าที่คาด หนุนอัตรากำไรขั้นต้น ช่วยชดเชย SG&A ที่สูงกว่าคาดได้*
- *แนวโน้มกำไร 4Q69F คาดเติบโต YoY จากฐานปีก่อนที่ถูกกดดันด้วยการปรับลดรายได้ภาระเสี่ยงประกันสังคม แต่จะลดลง QoQ ตามจำนวนผู้ป่วยหลังผ่านฤดูฝน ประกอบกับค่าใช้จ่ายบุคลากรและโบนัสช่วงปลายปี*
- *ปรับคำแนะนำเป็น "ซื้อ" จากซื้อเมื่ออ่อนตัว ตามผลดำเนินงานหลักดีขึ้นหนุนมุมมองระยะสั้น แต่ยังต้องติดตามความต่อเนื่องของ Margin และความชัดเจนของอัตราชดเชยประกันสังคม*

## ประเด็นการลงทุน

- *กำไรสุทธิ 3Q69 ที่ 319 ล บ. (+17.4%YoY, +39.6%QoQ)* สูงกว่าตลาดคาด 11.3% จากกำไรขั้นต้นที่แข็งแกร่งเป็นหลัก และรายได้ที่ดีกว่าคาด ส่งผลให้กำไรปกติ 9M69 อยู่ที่ 776 ลบ. (+10%YoY) คิดเป็น 73% ของประมาณการกำไรปกติปี 69 ที่ 1,058 ลบ. โดยมีรายละเอียดสำคัญ คือ
  - *รายได้โรงพยาบาล 2,354 ลบ. (+9.9%YoY, +14.7%QoQ)* โดยรายได้กลุ่มผู้ป่วยทั่วไป OPD โต 12%YoY จากผู้ใช้บริการศูนย์หัวใจและศูนย์เฉพาะทางที่เพิ่มขึ้น รวมถึงการรักษาซับซ้อนและมูลค่าสูงขึ้น ช่วยชดเชยรายได้ IPD ที่ลดลง 2%YoY ถูกกดดันจากผู้ป่วยตะวันออกกลางและการผ่าตัดกระเพาะ ด้านรายได้ผู้ป่วยภาครัฐยังเติบโตดี รายได้ประกันสังคมโต 10.8%YoY จากศูนย์มะเร็ง การผ่าตัดกระเพาะ ส่งผลให้ค่ารักษาเฉลี่ยที่สูงขึ้น ขณะที่ โครงการรัฐอื่นโตเด่น 93.6%YoY จากศูนย์หัวใจ และ UCEP
  - *Gross margin เพิ่มเป็น 31.2% เทียบ 29.7% ใน 3Q68 และ 26.3% ใน 2Q69* ต้นทุนบริการเพิ่ม 7.5%YoY น้อยกว่ารายได้ สะท้อนการควบคุมต้นทุนและความซับซ้อนการรักษาเพิ่มขึ้นสอดคล้องกับการใช้บริการและ Operating leverage ที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม SG&A อยู่ที่ 314 ลบ. เพิ่ม 10.4%YoY และสูงกว่าคาด 21 ลบ. โดยสัดส่วนต่อรายได้ทรงตัวที่ 13.3% ขณะที่ภาษีสูงกว่าคาด จึงทำให้กำไรสุทธิสูงกว่าประมาณการสุทธิ 33 ลบ.

## คำแนะนำ

- *ปรับคำแนะนำเป็น "ซื้อ" จากเดิมซื้อเมื่ออ่อนตัว ราคาเป้าหมาย 1.91 บาท* อิงวิธี DCF ที่ WACC 8.3% และ LTG 2% จากผลประกอบการที่แข็งแกร่งกว่าคาด โดยรายได้บริการเฉพาะทางและการควบคุมต้นทุนช่วยหนุนความสามารถทำกำไร ขณะที่แนวโน้มกำไร 4Q69F เติบโต YoY จากฐานต่ำและบริการเฉพาะทางที่ขยายตัว แต่ลดลง QoQ ตามฤดูกาลและค่าใช้จ่ายปลายปี ทั้งนี้ ยังต้องติดตามความต่อเนื่องของ Margin และความชัดเจนของอัตราชดเชยประกันสังคม

## ปัจจัยเสี่ยง

- ความเสี่ยงสำคัญ ได้แก่ 1) การเปลี่ยนแปลงนโยบายและกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจ; 2) ภาวะเศรษฐกิจในประเทศไทยฟื้นตัวช้ากดดันกำลังซื้อในประเทศ; 3) การระบาดของโรคตามฤดูกาลลดลง; 4) ความเสี่ยงด้านโรงพยาบาลใหม่มีรายได้ต่ำกว่าคาดหรือใช้เวลาถึงจุดคุ้มทุนนานกว่าคาด

**STOCK INFORMATION**

| | |
|---|---|
| Fiscal Year End | Dec 31 |
| Issued Shares (m) | 11,000 |
| Par Value (Bt) | 0.10 |
| Market Capitalization (Btm) | 17,270 |
| Estimated Free Float (%) | 43.8% |
| Foreign Shareholders (Actual / Limit) (%) | 10.23% / 49.0% |
| YTD Avg Daily Turnover (Btm) | 49 |
| YTD Turnover Ratio (%) | 58.67% |
| Statistical Beta (Raw / Adjusted) | 0.77/ 0.92 |
| Constituen | SET/SET100FF/SETESG/SETWB |
| Auditor | KPMG PHOOMCHAI AUDIT CO., LTD. |
| CG Rating | Excellent |
| Thai CAC | N.A. |

**ESG Scoring**

| | |
|---|---|
| SET ESG Ratings | A |
| ESG Book | 52.78 |
| Moody's | N.A. |
| MSCI | BBB |
| Refinitiv | 71.58 |
| S&P | 36.00 |

**MAJOR SHAREHOLDERS** as of 28 Aug 26

| | |
|---|---|
| น.ส. กรรณิกา พลัสสินทร์ | 18.1% |
| นาย อภิรุม บัญญาพล | 10.3% |
| นาง กอบกุล บัญญาพล | 8.3% |
| นาย ณรัณ รดีพาณิชย์วงศ์ | 7.1% |
| บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด | 4.9% |
| คุณหญิง ปัทมา ลีสวัสดิ์ตระกูล | 3.6% |
| นาย เกรียงศักดิ์ พลัสสินทร์ | 3.4% |
| นาง สุวิมล อธิกิจ | 2.6% |
| DBS BANK LTD. FOR CLIENT AC SG1400387203 | 2.6% |
| นาย กำพล พลัสสินทร์ | 2.3% |
| LGT BANK (SINGAPORE) LTD | 1.8% |
| นาย ธัชชัย รดีพาณิชย์วงศ์ | 1.7% |

**FORECASTS & VALUATION** Consolidated

| Year End | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| Sales (Btm) | 7,730 | 8,237 | 8,347 | 8,838 | 9,408 |
| EBITDA (Btm) | 1,830 | 1,797 | 1,768 | 1,878 | 2,085 |
| Core Profit (Btm) | 1,046 | 965 | 929 | 1,058 | 1,065 |
| Net Profit (Btm) | 1,046 | 965 | 929 | 1,058 | 1,065 |
| EPS (Bt) (Core) | 0.10 | 0.09 | 0.08 | 0.10 | 0.10 |
| EPS Growth (%) | -62.4% | -7.7% | -3.7% | 13.9% | 0.6% |
| DPS (Bt) | 0.09 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.08 |
| P/E (x) | 16.5 | 17.9 | 18.6 | 16.3 | 16.2 |
| D/P (%) | 6.0% | 4.5% | 4.5% | 4.3% | 4.9% |
| BV (Bt) | 0.72 | 0.74 | 0.75 | 0.78 | 0.80 |
| P/B (x) | 2.2 | 2.1 | 2.1 | 2.0 | 2.0 |
| ROE (%) | 13.2% | 12.0% | 11.3% | 12.6% | 12.2% |

Source : Company, SETSMART, LHSEC Estimates

**BUSINESS DESCRIPTION**

บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน) ประกอบกิจการโรงพยาบาลเอกชน มีสาขารวม 15 แห่ง ครอบคลุมพื้นที่ให้บริการบริเวณรอบสนามบินสุวรรณภูมิ จังหวัดกรุงเทพมหานครฝั่งตะวันออก จังหวัดสมุทรปราการครอบคลุมไปถึงจังหวัดในภาคตะวันออก

**DIVIDEND POLICY**

ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิตามงบการเงินรวมของบริษัทฯ หลังหักเงินสำรองตามกฎหมายและเงินสำรองอื่นๆแล้ว

*Figure 1 : 3Q69 Review*

CHG

Statement of Comprehensive Income

| Quarterly | 3Q25A | 4Q25A | 1Q26A | 2Q26A | 3Q26A | 3Q26E | % Diff | %QoQ | %YoY | 9M25A | 9M26A | %YoY |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Revenue from sales** | **2,142** | **2,205** | **2,076** | **2,053** | **2,354** | **2,279** | **3%** | **15%** | **10%** | **6,142** | **6,483** | **6%** |
| Cost of sales | (1,507) | (1,564) | (1,483) | (1,512) | (1,620) | (1,618) | 0% | 7% | 8% | (4,409) | (4,616) | -5% |
| **Gross profit** | **636** | **641** | **593** | **541** | **734** | **661** | **11%** | **36%** | **15%** | **1,733** | **1,867** | **8%** |
| Other income | 14 | 19 | 33 | 25 | 15 | 17 | -9% | -39% | 12% | 62 | 74 | 19% |
| **Gross profit and other income** | **649** | **660** | **626** | **566** | **749** | **678** | **11%** | **32%** | **15%** | **1,795** | **1,941** | **8%** |
| SG&A | (285) | (349) | (298) | (281) | (314) | (293) | 7% | 12% | 10% | (843) | (894) | -6% |
| Share of profit : Associates & JVs | | | | | | | | | | - | - | |
| **Operating profit** | **362** | **305** | **324** | **281** | **432** | **381** | **13%** | **54%** | **19%** | **952** | **1,047** | **10%** |
| Finance costs | (7) | (6) | (5) | (5) | (5) | (5) | -4% | -4% | -28% | (21) | (15) | 29% |
| **Core profit before taxes** | **355** | **299** | **318** | **276** | **427** | **376** | **13%** | **55%** | **20%** | **931** | **1,032** | **11%** |
| Extra items | - | - | - | 20 | - | - | | | | - | 20 | |
| **Profit before income taxes** | **355** | **299** | **318** | **296** | **427** | **376** | **13%** | **44%** | **20%** | **931** | **1,052** | **13%** |
| Tax expense | (72) | (62) | (66) | (58) | (89) | (77) | 16% | 53% | 24% | (190) | (214) | -13% |
| Non-controlling interests | (11) | (13) | (5) | (9) | (18) | (13) | 36% | 101% | 66% | (28) | (32) | -14% |
| **Net Profit** | **272** | **224** | **248** | **229** | **319** | **286** | **12%** | **40%** | **17%** | **713** | **807** | **13%** |
| **Core Profit** | **272** | **224** | **248** | **209** | **319** | **286** | **12%** | **53%** | **17%** | **713** | **787** | **10%** |
| EBITDA (inc. Other income) | 492 | 436 | 453 | 409 | 560 | 512 | 9% | 37% | 14% | 1,322 | 1,423 | 8% |
| Core EPS (Bt) | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.03 | 0.03 | 12% | 53% | 17% | 0.06 | 0.07 | 10% |

Statement of Financial Position

| Quarterly | 3Q25A | 4Q25A | 1Q26A | 2Q26A | 3Q26A | 3Q26E | %QoQ | %YoY | 9M25A | 9M26A | %YoY |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Cash and cash equivalents | 1,971 | 1,768 | 1,829 | 1,219 | 1,492 | 1,492 | 22% | -24% | 1,971 | 1,492 | -24% |
| **Total current assets** | **3,961** | **3,814** | **4,048** | **3,507** | **3,631** | **3,631** | **4%** | **-8%** | **3,961** | **3,631** | -8% |
| **Total assets** | **10,307** | **10,189** | **10,568** | **10,117** | **10,395** | **10,395** | **3%** | **1%** | **10,307** | **10,395** | 1% |
| **Total current liabilities** | **1,592** | **1,228** | **1,364** | **1,247** | **1,390** | **1,390** | **12%** | **-13%** | **1,592** | **1,390** | -13% |
| **Total liabilities** | **2,280** | **1,979** | **2,096** | **1,970** | **2,126** | **2,126** | **8%** | **-7%** | **2,280** | **2,126** | -7% |
| Issued and paid-up share capital | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 0% | 0% | 1,100 | 1,100 | 0% |
| **Total shareholders' equity** | **8,083** | **8,260** | **8,512** | **8,185** | **8,302** | **1,100** | **1%** | **3%** | **8,083** | **8,302** | 3% |

Cash Flow Statement

| Quarterly | 3Q25A | 4Q25A | 1Q26A | 2Q26A | 3Q26A | 3Q26E | %QoQ | %YoY | 9M25A | 9M26A | %YoY |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Profit** | **355** | **299** | **318** | **296** | **427** | **376** | **44%** | **20%** | **923** | **1,041** | 13% |
| **Net cash from operating activities** | **814** | **141** | **244** | **265** | **733** | **733** | **176%** | **-10%** | **1,528** | **1,242** | -19% |
| **Net cash from investing activities** | **(89)** | **(305)** | **(153)** | **(275)** | **(221)** | **(221)** | **19%** | **-149%** | **(363)** | **(649)** | -79% |
| **Net cash from financing activities** | **(254)** | **(39)** | **(29)** | **(602)** | **(238)** | **(238)** | **60%** | **6%** | **(885)** | **(869)** | 2% |
| **Net increase (decrease) in cash** | **471** | **(203)** | **61** | **(611)** | **273** | **273** | **145%** | **-42%** | **280** | **(276)** | -199% |

Key Financial Ratios

| Quarterly | 3Q25A | 4Q25A | 1Q26A | 2Q26A | 3Q26A | 3Q26E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Sales growth | -7.2% | 14.8% | 4.5% | 2.0% | 9.9% | 6.4% |
| Gross profit growth | -15.1% | 52.1% | 8.0% | -1.3% | 15.5% | 4.0% |
| SG&A growth | 2.8% | 15.6% | 7.7% | 0.2% | 10.4% | 3.1% |
| EBITDA growth | -26.9% | 68.5% | 6.5% | 1.0% | 14.0% | 4.2% |
| Core profit growth | -34.7% | 144.9% | 9.9% | 0.5% | 17.4% | 5.0% |
| **GPM-sales** | **29.7%** | **29.1%** | **28.6%** | **26.3%** | **31.2%** | **29.0%** |
| SG&A to sales | 13.3% | 15.8% | 14.4% | 13.7% | 13.3% | 12.9% |
| **Core profit margin** | **12.6%** | **10.1%** | **11.8%** | **10.1%** | **13.5%** | **12.5%** |
| BV (Bt) | 0.70 | 0.71 | 0.73 | 0.70 | 0.71 | 0.10 |
| ROE (Core) | 13.5% | 11.0% | 11.8% | 10.0% | 15.5% | 13.4% |
| ROA (Core) | 10.6% | 8.8% | 9.5% | 8.1% | 12.5% | 10.8% |

Key Assumptions

| Quarterly | 3Q25A | 4Q25A | 1Q26A | 2Q26A | 3Q26A | 3Q26E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| OPD Revenue Growth | 13.1% | 12.3% | 6.8% | 8.9% | 12.0% | 10.0% |
| IPD Revenue Growth | -4.8% | 8.4% | -1.6% | -13.9% | -2.0% | -5.0% |
| SSO Revenue Growth | -24.9% | 16.9% | 4.1% | 9.5% | 10.8% | 9.5% |
| NHSO Revenue Growth | -18% | 77% | 35% | 27% | 94% | 57% |
| **Service Mix (%)** | | | | | | |
| OPD Revenue | 34% | 33% | 32% | 35% | 34% | 35% |
| IPD Revenue | 35% | 34% | 32% | 29% | 32% | 32% |
| SSO Revenue | 27% | 27% | 30% | 30% | 27% | 28% |
| NHSO Revenue | 4% | 6% | 6% | 6% | 7% | 6% |

Source : Company, LHSEC Estimates

CHG

Statement of Comprehensive Income — Unit : Btm

| Yearly | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Revenue from sales** | **7,730** | **8,237** | **8,347** | **8,838** | **9,408** |
| Cost of sales | (5,631) | (6,068) | (5,974) | (6,310) | (6,746) |
| **Gross profit** | **2,100** | **2,169** | **2,373** | **2,528** | **2,662** |
| Other income | 293 | 258 | 81 | 85 | 82 |
| **Gross profit and other income** | **2,392** | **2,427** | **2,454** | **2,613** | **2,744** |
| SG&A | (1,003) | (1,127) | (1,192) | (1,304) | (1,290) |
| Share of profit : Associates & JVs | | | | | |
| **Operating profit** | **1,370** | **1,280** | **1,249** | **1,291** | **1,437** |
| Finance costs | (24) | (35) | (28) | (24) | (54) |
| **Core profit before taxes** | **1,346** | **1,245** | **1,222** | **1,267** | **1,383** |
| Extra items | - | - | - | - | - |
| **Profit before income taxes** | **1,346** | **1,245** | **1,222** | **1,267** | **1,383** |
| Tax expense | (279) | (267) | (251) | (179) | (280) |
| Non-controlling interests | (21) | (13) | (41) | (30) | (38) |
| **Net Profit** | **1,046** | **965** | **929** | **1,058** | **1,065** |
| **Core Profit** | **1,046** | **965** | **929** | **1,058** | **1,065** |
| EBITDA (inc. Other income) | 1,830 | 1,797 | 1,768 | 1,878 | 2,085 |
| Core EPS (Bt) | 0.10 | 0.09 | 0.08 | 0.10 | 0.10 |

Statement of Financial Position — Unit : Btm

| Year End | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| Cash and cash equivalents | 1,399 | 1,692 | 1,768 | 1,844 | 1,978 |
| **Total current assets** | **4,046** | **4,095** | **3,814** | **4,219** | **4,396** |
| **Total assets** | **10,264** | **10,387** | **10,239** | **11,420** | **12,402** |
| **Total current liabilities** | **1,485** | **1,468** | **1,228** | **1,370** | **1,311** |
| **Total liabilities** | **2,333** | **2,256** | **1,979** | **2,880** | **3,558** |
| Issued and paid-up share capital | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 |
| **Total shareholders' equity** | **7,931** | **8,130** | **8,260** | **8,597** | **8,844** |

Cash Flow Statement — Unit : Btm

| Yearly | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Profit for the year** | **1,346** | **1,245** | **1,222** | **1,267** | **1,383** |
| **Net cash from operating activities** | **1,919** | **1,685** | **1,554** | **1,462** | **1,648** |
| **Net cash from investing activities** | **(1,437)** | **(570)** | **(639)** | **(1,345)** | **(1,436)** |
| **Net cash from financing activities** | **(1,041)** | **(822)** | **(722)** | **16** | **(135)** |
| **Net increase (decrease) in cash** | **(559)** | **292** | **193** | **132** | **77** |

Key Financial Ratios — Unit : %

| Yearly | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| Sales growth | -23.5% | 6.6% | 1.3% | 5.9% | 6.4% |
| Gross profit growth | -50.0% | 3.3% | 9.4% | 6.5% | 5.3% |
| SG&A growth | 7.2% | 12.4% | 5.8% | 9.4% | -1.0% |
| EBITDA growth | -53.7% | -1.8% | -1.6% | 6.2% | 11.0% |
| Core profit growth | -62.4% | -7.7% | -3.7% | 13.9% | 0.6% |
| **GPM-sales** | **27.2%** | **26.3%** | **28.4%** | **28.6%** | **28.3%** |
| SG&A to sales | 13.0% | 13.7% | 14.3% | 14.8% | 13.7% |
| EBITDA margin | 22.8% | 21.2% | 21.0% | 21.0% | 22.0% |
| **Core profit margin** | **13.0%** | **11.4%** | **11.0%** | **11.9%** | **11.2%** |
| Net IBD / Equity (x) | 0.09 | 0.09 | 0.07 | 0.16 | 0.22 |
| BV (Bt) | 0.72 | 0.74 | 0.75 | 0.78 | 0.80 |
| ROE (Core) | 13.2% | 12.0% | 11.3% | 12.6% | 12.2% |
| ROA (Core) | 10.2% | 9.3% | 9.0% | 9.8% | 8.9% |

Key Assumptions

| Yearly | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| OPD Revenue Growth | -14.7% | 6.9% | 7.8% | 4.0% | 4.0% |
| IPD Revenue Growth | 11.4% | 8.0% | -0.1% | 4.5% | 5.1% |
| SSO Revenue Growth | 14.5% | 1.2% | -6.4% | 8.2% | 9.2% |
| NHSO Revenue Growth | -91.3% | 40.7% | 21.6% | 14.9% | 14.9% |
| **Service Mix (%)** | | | | | |
| OPD Revenue | 31% | 31% | 33% | 32% | 31% |
| IPD Revenue | 34% | 35% | 34% | 34% | 34% |
| SSO Revenue | 32% | 30% | 28% | 29% | 29% |
| NHSO Revenue | 3.2% | 4.2% | 5.0% | 5.4% | 5.9% |

Source : Company, LHSEC Estimates

CHG

Statement of Comprehensive Income

| Quarterly | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A | 1Q26A | 2Q26A |
|---|---|---|---|---|---|
| **Revenue from sales** | **2,012** | **2,142** | **2,205** | **2,076** | **2,053** |
| Cost of sales | (1,464) | (1,507) | (1,564) | (1,483) | (1,512) |
| **Gross profit** | **548** | **636** | **641** | **593** | **541** |
| Other income | 17 | 14 | 19 | 33 | 25 |
| **Gross profit and other income** | **565** | **649** | **660** | **626** | **566** |
| SG&A | (281) | (285) | (349) | (298) | (281) |
| Share of profit : Associates & JVs | | | | | |
| **Operating profit** | **281** | **362** | **305** | **324** | **281** |
| Finance costs | (7) | (7) | (6) | (5) | (5) |
| **Core profit before taxes** | **274** | **355** | **299** | **318** | **276** |
| Extra items | - | - | - | - | 20 |
| **Profit before income taxes** | **274** | **355** | **299** | **318** | **296** |
| Tax expense | (56) | (72) | (62) | (66) | (58) |
| Non-controlling interests | (10) | (11) | (13) | (5) | (9) |
| **Net Profit** | **208** | **272** | **224** | **248** | **229** |
| **Core Profit** | **208** | **272** | **224** | **248** | **209** |
| EBITDA (inc. Other income) | 405 | 492 | 436 | 453 | 409 |
| Core EPS (Bt) | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 |

Statement of Financial Position

| Quarterly | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A | 1Q26A | 2Q26A |
|---|---|---|---|---|---|
| Cash and cash equivalents | 1,500 | 1,971 | 1,768 | 1,829 | 1,219 |
| **Total current assets** | **3,845** | **3,961** | **3,814** | **4,048** | **3,507** |
| **Total assets** | **10,163** | **10,307** | **10,189** | **10,568** | **10,117** |
| **Total current liabilities** | **1,488** | **1,592** | **1,228** | **1,364** | **1,247** |
| **Total liabilities** | **2,206** | **2,280** | **1,979** | **2,096** | **1,970** |
| Issued and paid-up share capital | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 |
| **Total shareholders' equity** | **8,020** | **8,083** | **8,260** | **8,512** | **8,185** |

Cash Flow Statement

| Quarterly | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A | 1Q26A | 2Q26A |
|---|---|---|---|---|---|
| **Profit** | **274** | **355** | **299** | **318** | **296** |
| **Net cash from operating activities** | **322** | **814** | **141** | **244** | **265** |
| **Net cash from investing activities** | **(166)** | **(89)** | **(305)** | **(153)** | **(275)** |
| **Net cash from financing activities** | **(595)** | **(254)** | **(39)** | **(29)** | **(602)** |
| **Net increase (decrease) in cash** | **(439)** | **471** | **(203)** | **61** | **(611)** |

Key Financial Ratios

| Quarterly | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A | 1Q26A | 2Q26A |
|---|---|---|---|---|---|
| Sales growth | 1.3% | -7.2% | 14.8% | 4.5% | 2.0% |
| Gross profit growth | 20.5% | -15.1% | 52.1% | 8.0% | -1.3% |
| SG&A growth | 5.2% | 2.8% | 15.6% | 7.7% | 0.2% |
| EBITDA growth | 6.2% | -26.9% | 68.5% | 6.5% | 1.0% |
| Core profit growth | 7.5% | -34.7% | 144.9% | 9.9% | 0.5% |
| **GPM-sales** | **27.2%** | **29.7%** | **29.1%** | **28.6%** | **26.3%** |
| SG&A to sales | 14.0% | 13.3% | 15.8% | 14.4% | 13.7% |
| **Core profit margin** | **10.2%** | **12.6%** | **10.1%** | **11.8%** | **10.1%** |
| Net IBD / Equity (x) | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 |
| BV (Bt) | 0.69 | 0.70 | 0.71 | 0.73 | 0.70 |
| ROE (Core) | 10.1% | 13.5% | 11.0% | 11.8% | 10.0% |
| ROA (Core) | 8.0% | 10.6% | 8.8% | 9.5% | 8.1% |

Key Assumptions

| Quarterly | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A | 1Q26A | 2Q26A |
|---|---|---|---|---|---|
| OPD Revenue Growth | 5.5% | 13.1% | 12.3% | 6.8% | 8.9% |
| IPD Revenue Growth | -0.1% | -4.8% | 8.4% | -1.6% | -13.9% |
| SSO Revenue Growth | -5.2% | -24.9% | 16.9% | 4.1% | 9.5% |
| NHSO Revenue Growth | 28% | -18% | 77% | 35% | 27% |
| **Service Mix (%)** | | | | | |
| OPD Revenue | 33% | 34% | 33% | 32% | 35% |
| IPD Revenue | 35% | 35% | 34% | 32% | 29% |
| SSO Revenue | 28% | 27% | 27% | 30% | 30% |
| NHSO Revenue | 5% | 4% | 6% | 6% | 6% |

Source : Company, LHSEC Estimates

## **DISCLOSURES** & DISCLAIMERS

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

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

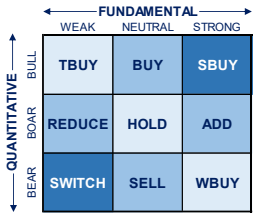
RATING คือ “คำแนะนำด้านปัจจัยพื้นฐาน” พิจารณาจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในระยะ 12 เดือนข้างหน้า โดยอิงส่วนต่างของราคาหุ้นกับมูลค่ายุติธรรม (FAIR VALUE) แบ่งเป็น 5 ขั้น ได้แก่ (1) SBUY= STRONG BUY=ราคาหุ้นมีส่วนต่างจากมูลค่ายุติธรรมตั้งแต่ 15% ขึ้นไป, (2) BUY= ราคามีส่วนต่างจากมูลค่ามากกว่า 5% แต่ไม่ถึง 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