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	**+12%**	TICKER	**CHG**
CLOSE	**1.70**	VALUATION	**DCF**	TOTAL SHARES	**11,000m**	SECTOR	**HEALTH**

รายได้เริ่มดีขึ้นหลังน้ำท่วม ลุ้น Margin ขยายต่อ

- *เรามีมุมมองบวกเล็กน้อยหลังประชุมนักวิเคราะห์ รายได้ผู้ป่วยเงินสดเริ่มกลับมาในเดือน พ.ย. หลังชะลอจากน้ำท่วม ขณะที่รายได้ภาครัฐยังเติบโต บริษัทคงเป้ารายได้ปี 69 เติบโต 5% YoY*
- *เราคาดกำไร 4Q69F เติบโต YoY แต่ลดลง QoQ หนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น ฐานต่ำปีก่อน และสิทธิประโยชน์ทางภาษี ขณะที่จำนวนผู้ป่วยโรคตามฤดูกาลลดลงหลังผ่านช่วงสูงสุดใน 3Q69*
- *คงคำแนะนำ "ซื้อ" จากแนวโน้มกำไรธุรกิจเดิมที่ดีขึ้น ส่วนอัตราชดเชย สปสช.ใหม่เป็นปัจจัยบวกเพิ่มเติมเมื่อยืนยันการเบิกจ่ายได้ โดยติดตามการปรับยอดรายได้ภาครัฐและต้นทุนจากโครงการใหม่ในปี 70*

ประเด็นการลงทุน

- ***รายได้เดือน ต.ค. ยังโตเล็กน้อย YoY แม้ผู้ป่วยเงินสดชะลอ*** จากการเดินทางไม่สะดวกและเลื่อนรักษาก่อนเริ่มดีขึ้นเดือน พ.ย. บริษัทคงเป้ารายได้ทั้งปีโต 5% และมองรายได้เฉลี่ย IPD มีโอกาสเพิ่ม QoQ ตามสัดส่วนโรคซับซ้อน เราคาดกำไร 4Q69F โต YoY จากรายได้เพิ่ม ฐานต่ำปีก่อนที่ปรับลดรายได้ประกันสังคม และสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากการลงทุนเครื่องมือแพทย์ แต่ลดลง QoQ ตามฤดูกาลและค่าใช้จ่ายปลายปี
- ***ยกระดับสาขารองเพิ่มกำไรจากฐานธุรกิจเดิม*** CH3, CH9 และ CH11 มีรายได้รวมราว 67% ของกลุ่มและ EBITDA margin สูงกว่าค่าเฉลี่ย บริษัทจึงเน้นเพิ่มประสิทธิภาพสาขารองผ่านบริการเฉพาะทางและรับส่งต่อผู้ป่วยภาครัฐ โดยเฉพาะ RPC จุฬารัตน์ 304 และแม่สอด เรามองว่ารายได้ต่อเคสและการใช้กำลังให้บริการที่สูงขึ้นจะช่วยกระจายต้นทุนคงที่ ขณะที่บริษัทคาดแม่สอดคุ้มทุนปี 70 ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันกำไรรวมหากทำได้
- ***อัตราชดเชย สปสช.ใหม่เป็นโอกาสเพิ่มรายได้*** กรอบอัตราจ่าย IPD ของสิทธิ สปสช.ปีงบประมาณ 2570 เพิ่มเป็น 10,000 บาท/AdjRW เทียบกับที่บริษัทยังรับรู้ 8,350 บาท/AdjRW จึงมีโอกาสเพิ่มรายได้เมื่อยืนยันอัตราและเงื่อนไขเบิกจ่าย
- ***CH3 รองรับการเติบโตปี 70 ส่วนระยองเลื่อนภาระเริ่มต้นออกไป*** บริษัทคาดขยาย CH3 เพิ่ม 100 เตียง ใน 2Q70 โดยใช้ฐานผู้ป่วยและโครงสร้างเดิม จึงคาดกระทบ Margin จำกัด ส่วน CHG Rayong ขนาด 200 เตียง เลื่อนเปิดเฟสแรก 59 เตียงจากกลางเป็นปลายปี 70 ทำให้ทั้งรายได้และต้นทุนเริ่มต้นเลื่อนออกไป โดยต้องติดตามค่าใช้จ่ายบุคลากรก่อนเปิดและระยะเวลาเพิ่มผู้ใช้บริการ

คำแนะนำ

- ***คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 1.91 บาท*** อิงวิธี DCF ที่ WACC 8.3% และ LTG 2% จากบริการเฉพาะทางที่ช่วยเพิ่มรายได้ต่อเคส และโอกาสยกระดับกำไรของสาขารอง ขณะที่กำไร 4Q69F มีแนวโน้มเติบโต YoY ส่วนอัตราชดเชยบัตรทองใหม่เป็นปัจจัยบวกเพิ่มเติมเมื่อยืนยันการเบิกจ่ายได้ โดยความเสี่ยงหลักคือการปรับยอดรายได้ภาครัฐและต้นทุนช่วงเริ่มดำเนินงานโครงการใหม่

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)	18,700
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 ปัญญาพล	10.3%
นาง กอบกุล ปัญญาพล	8.3%
นาย ณรัณ รดิพาณิชย์วงศ์	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 ก่าพล พลัสสินทร์	2.3%
LGT BANK (SINGAPORE) LTD	1.8%
นาย ธัชชัย รดิพาณิชย์วงศ์	1.7%

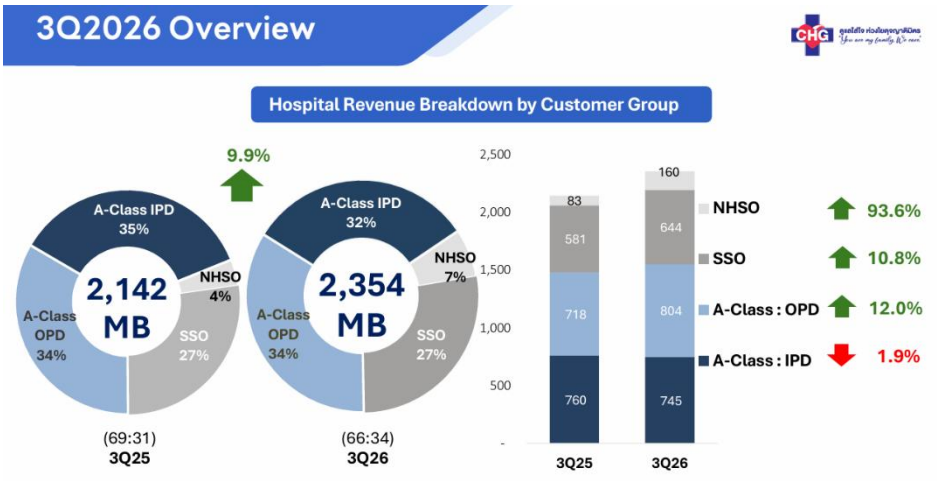
FORECASTS & VALUATION Consolidated

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)	17.9	19.4	20.1	17.7	17.6
D/P (%)	5.6%	4.1%	4.1%	4.0%	4.5%
BV (Bt)	0.72	0.74	0.75	0.78	0.80
P/B (x)	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1
ROE (%)	13.2%	12.0%	11.3%	12.6%	12.2%

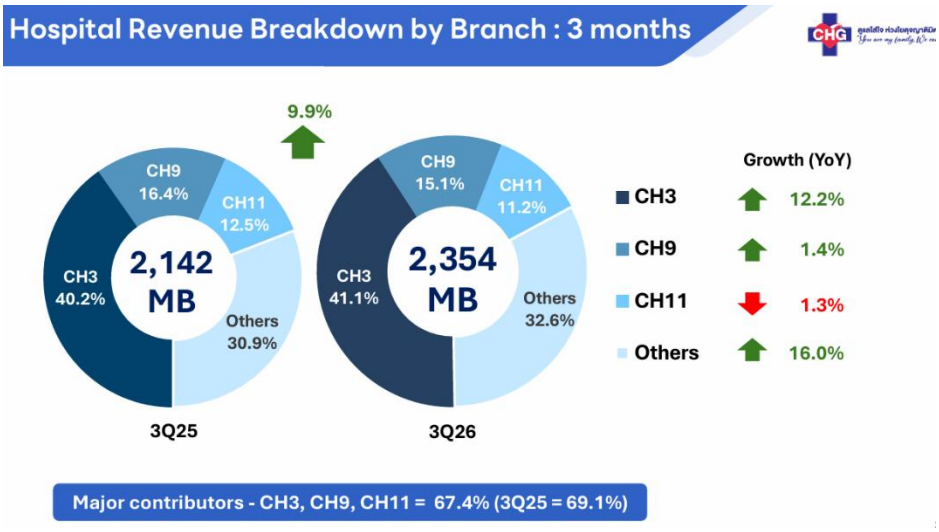
Source : Company, SETSMART, LHSEC Estimates

BUSINESS DESCRIPTION
บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน) ประกอบกิจการโรงพยาบาลเอกชน มีสาขารวม 15 แห่ง ครอบคลุมพื้นที่ให้บริการบริเวณอบสนามบินสุวรรณภูมิ จังหวัดกรุงเทพมหานครฝั่งตะวันออก จังหวัดสมุทรปราการครอบคลุมไปถึงจังหวัดในภาคตะวันออก

DIVIDEND POLICY
ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิตามงบการเงินรวมของบริษัทฯ หลังหักเงินสำรองตามกฎหมายและเงินสำรองอื่นๆแล้ว



Source : Company Data



Source : Company Data



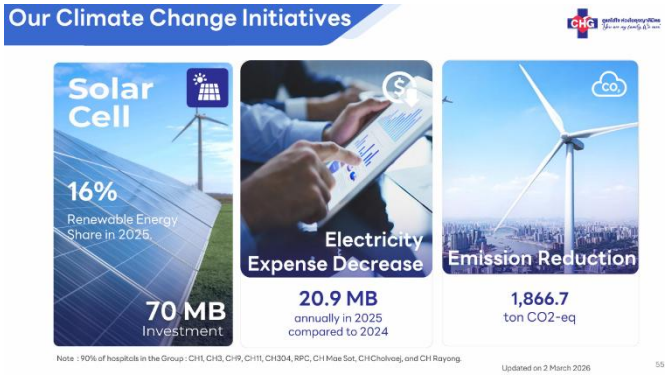
Source : Company Data

ESG

E: Environmental – ด้านสิ่งแวดล้อม CHG เน้นเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงานและทรัพยากรผ่านโครงการ Green Hospital และการลงทุน Solar Cell รวม 70 ลบ. โดยปี 2568 มีสัดส่วนพลังงานหมุนเวียน 16% และบริษัทระบุว่าค่าไฟฟ้าลดลง 20.9 ลบ. จากปีก่อน ช่วยสนับสนุนการควบคุมต้นทุน พร้อมตั้งเป้าลดการใช้ไฟฟ้า 20% และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 25% ภายในปี 2572 เทียบปี 2566 คู่กับการจัดการขยะและน้ำเสียอย่างเป็นระบบ

S: Social – ด้านสังคม CHG ให้ความสำคัญกับคุณภาพการรักษาและการเข้าถึงบริการ โดย CH3 ได้รับการรับรอง JCI และโรงพยาบาลในเครืออีก 6 แห่งได้รับมาตรฐาน HA พร้อมสนับสนุนเครื่องมือแพทย์แก่โรงพยาบาลรัฐ 6 แห่งผ่านโครงการ BOI ด้านบุคลากร ปี 2568 มีความพึงพอใจพนักงาน 90.2% และอัตราลาออก 9.5% ขณะที่โรงเรียนจุฬารัตน์อินเตอร์เฮลท์ผลิตผู้ช่วยพยาบาลได้ 150–200 คนต่อปี ช่วยเตรียมบุคลากรรองรับการขยายบริการของกลุ่ม

G: Governance – ด้านธรรมาภิบาล CHG เน้นการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม และการคุ้มครองข้อมูลผู้ป่วยตาม PDPA ควบคู่กับความมั่นคงปลอดภัยไซเบอร์ โดยประกาศเจตนารมณ์ต่อต้านการทุจริตกับ CAC ทั้งนี้ ปี 2568 กรรมการมีอัตราเข้าร่วมประชุม 100% และบริษัทระบุว่าไม่มีข้อพิพาทด้านธรรมาภิบาล พร้อมตั้งเป้ารักษาผลประเมิน CG ระดับ 5 ดาว และไม่มีข้อร้องเรียนด้านการใช้ข้อมูลภายในในแผนปี 2568–2572







Source : Company Data

Figure 1 : 3Q69

CHG

Statement of Comprehensive Income

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A	%QoQ	%YoY	9M25A	9M26A	%YoY
Revenue from sales	**2,142**	**2,205**	**2,076**	**2,053**	**2,354**	**15%**	**10%**	**6,142**	**6,483**	**6%**
Cost of sales	(1,507)	(1,564)	(1,483)	(1,512)	(1,620)	7%	8%	(4,409)	(4,616)	-5%
Gross profit	**636**	**641**	**593**	**541**	**734**	**36%**	**15%**	**1,733**	**1,867**	**8%**
Other income	14	19	33	25	15	-39%	12%	62	74	19%
Gross profit and other income	**649**	**660**	**626**	**566**	**749**	**32%**	**15%**	**1,795**	**1,941**	**8%**
SG&A	(285)	(349)	(298)	(281)	(314)	12%	10%	(843)	(894)	-6%
Share of profit : Associates & JVs								-	-	
Operating profit	**362**	**305**	**324**	**281**	**432**	**54%**	**19%**	**952**	**1,047**	**10%**
Finance costs	(7)	(6)	(5)	(5)	(5)	-4%	-28%	(21)	(15)	29%
Core profit before taxes	**355**	**299**	**318**	**276**	**427**	**55%**	**20%**	**931**	**1,032**	**11%**
Extra items	-	-	-	20	-			-	20	
Profit before income taxes	**355**	**299**	**318**	**296**	**427**	**44%**	**20%**	**931**	**1,052**	**13%**
Tax expense	(72)	(62)	(66)	(58)	(89)	53%	24%	(190)	(214)	-13%
Non-controlling interests	(11)	(13)	(5)	(9)	(18)	101%	66%	(28)	(32)	-14%
Net Profit	**272**	**224**	**248**	**229**	**319**	**40%**	**17%**	**705**	**796**	**13%**
Core Profit	**272**	**224**	**248**	**209**	**319**	**53%**	**17%**	**705**	**776**	**10%**
EBITDA (inc. Other income)	492	436	453	409	560	37%	14%	1,322	1,423	8%
Core EPS (Bt)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	53%	17%	0.06	0.07	10%

Statement of Financial Position

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A	%QoQ	%YoY	9M25A	9M26A	%YoY
Cash and cash equivalents	1,971	1,768	1,829	1,219	1,492	22%	-24%	1,971	1,492	-24%
Total current assets	**3,961**	**3,814**	**4,048**	**3,507**	**3,631**	**4%**	**-8%**	**3,961**	**3,631**	**-8%**
Total assets	**10,363**	**10,239**	**10,608**	**10,155**	**10,428**	**3%**	**1%**	**10,363**	**10,428**	**1%**
Total current liabilities	**1,592**	**1,228**	**1,364**	**1,247**	**1,390**	**12%**	**-13%**	**1,592**	**1,390**	**-13%**
Total liabilities	**2,280**	**1,979**	**2,096**	**1,970**	**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	0%	0%	1,100	1,100	0%
Total shareholders' equity	**8,083**	**8,260**	**8,512**	**8,185**	**8,302**	**1%**	**3%**	**8,083**	**8,302**	**3%**

Cash Flow Statement

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

Key Financial Ratios

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A
Sales growth	-7.2%	14.8%	4.5%	2.0%	9.9%
Gross profit growth	-15.1%	52.1%	8.0%	-1.3%	15.5%
SG&A growth	2.8%	15.6%	7.7%	0.2%	10.4%
EBITDA growth	-26.9%	68.5%	6.5%	1.0%	14.0%
Core profit growth	-34.7%	144.9%	9.9%	0.5%	17.4%
GPM-sales	**29.7%**	**29.1%**	**28.6%**	**26.3%**	**31.2%**
SG&A to sales	13.3%	15.8%	14.4%	13.7%	13.3%
Core profit margin	**12.6%**	**10.1%**	**11.8%**	**10.1%**	**13.5%**
BV (Bt)	0.70	0.71	0.73	0.70	0.71
ROE (Core)	13.5%	11.0%	11.8%	10.0%	15.5%
ROA (Core)	10.6%	8.7%	9.5%	8.0%	12.4%

Key Assumptions

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

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	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A
Revenue from sales	**2,142**	**2,205**	**2,076**	**2,053**	**2,354**
Cost of sales	(1,507)	(1,564)	(1,483)	(1,512)	(1,620)
Gross profit	**636**	**641**	**593**	**541**	**734**
Other income	14	19	33	25	15
Gross profit and other income	**649**	**660**	**626**	**566**	**749**
SG&A	(285)	(349)	(298)	(281)	(314)
Share of profit : Associates & JVs					
Operating profit	**362**	**305**	**324**	**281**	**432**
Finance costs	(7)	(6)	(5)	(5)	(5)
Core profit before taxes	**355**	**299**	**318**	**276**	**427**
Extra items	-	-	-	20	-
Profit before income taxes	**355**	**299**	**318**	**296**	**427**
Tax expense	(72)	(62)	(66)	(58)	(89)
Non-controlling interests	(11)	(13)	(5)	(9)	(18)
Net Profit	**272**	**224**	**248**	**229**	**319**
Core Profit	**272**	**224**	**248**	**209**	**319**
EBITDA (inc. Other income)	492	436	453	409	560
Core EPS (Bt)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03

Statement of Financial Position

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A
Cash and cash equivalents	1,971	1,768	1,829	1,219	1,492
Total current assets	**3,961**	**3,814**	**4,048**	**3,507**	**3,631**
Total assets	**10,363**	**10,239**	**10,608**	**10,155**	**10,428**
Total current liabilities	**1,592**	**1,228**	**1,364**	**1,247**	**1,390**
Total liabilities	**2,280**	**1,979**	**2,096**	**1,970**	**2,126**
Issued and paid-up share capital	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Total shareholders' equity	**8,083**	**8,260**	**8,512**	**8,185**	**8,302**

Cash Flow Statement

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A
Profit	**355**	**299**	**318**	**296**	**427**
Net cash from operating activities	**814**	**141**	**244**	**265**	**733**
Net cash from investing activities	**(89)**	**(305)**	**(153)**	**(275)**	**(221)**
Net cash from financing activities	**(254)**	**(39)**	**(29)**	**(602)**	**(238)**
Net increase (decrease) in cash	**471**	**(203)**	**61**	**(611)**	**273**

Key Financial Ratios

Quarterly	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A
Sales growth	-7.2%	14.8%	4.5%	2.0%	9.9%
Gross profit growth	-15.1%	52.1%	8.0%	-1.3%	15.5%
SG&A growth	2.8%	15.6%	7.7%	0.2%	10.4%
EBITDA growth	-26.9%	68.5%	6.5%	1.0%	14.0%
Core profit growth	-34.7%	144.9%	9.9%	0.5%	17.4%
GPM-sales	**29.7%**	**29.1%**	**28.6%**	**26.3%**	**31.2%**
SG&A to sales	13.3%	15.8%	14.4%	13.7%	13.3%
Core profit margin	**12.6%**	**10.1%**	**11.8%**	**10.1%**	**13.5%**
BV (Bt)	0.70	0.71	0.73	0.70	0.71
ROE (Core)	13.5%	11.0%	11.8%	10.0%	15.5%
ROA (Core)	10.6%	8.7%	9.5%	8.0%	12.4%

Key Assumptions

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

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

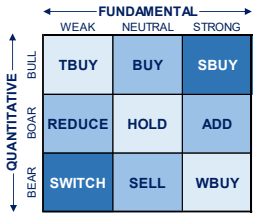
RATING คือ “คำแนะนำด้านปัจจัยพื้นฐาน” พิจารณาจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในระยะ 12 เดือนข้างหน้า โดยอิงส่วนต่างของราคาหุ้นกับมูลค่ายุติธรรม (FAIR VALUE) แบ่งเป็น 5 ขั้น ได้แก่ (1) SBUY= STRONG BUY=ราคาหุ้นมีส่วนต่างจากมูลค่ายุติธรรมตั้งแต่ 15% ขึ้นไป, (2) BUY= ราคามีส่วนต่างจากมูลค่ามากกว่า 5% แต่ไม่ถึง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