

3 September 2025

Sector: Healthcare

Bumrungrad Hospital

โรงพยาบาลพรีเมียมที่เติบโตต่อเนื่องจากคนใช้ต่างชาติและ COEs

Bloomberg ticker	BH TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt188.0 0
Target price	Bt213.00
Upside/Downside	+13%
EPS revision	n.a.

Bloomberg target price	Bt203.84
Bloomberg consensus	Buy 17 / Hold 7 / Sell 2

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt284.00 / Bt130.00
Market cap. (Bt mn)	142,312
Shares outstanding (mn)	795
Avg. daily turnover (Bt mn)	698
Free float	72%
CG rating	Excellent
ESG rating	Excellent

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	23A	24A	25E	26E
Revenue	25,296	25,634	25,270	26,291
EBITDA	9,709	10,544	10,316	10,531
Net profit	7,006	7,775	7,467	7,703
EPS (Bt)	8.82	9.78	9.40	9.69
Growth	41.9%	11.0%	-4.0%	3.2%
Core EPS (Bt)	8.78	9.81	9.40	9.69
Growth	41.2%	11.7%	-4.2%	3.2%
DPS (Bt)	3.70	3.70	3.55	3.67
Div. yield	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
PER (x)	21.3	19.2	20.0	19.4
Core PER (x)	21.4	19.2	20.0	19.4
EV/EBITDA (x)	14.3	13.0	12.8	11.9
PBV (x)	6.3	5.4	4.7	4.0

Bloomberg consensus				
Net profit	7,006	7,679	7,411	7,603
EPS (Bt)	8.81	9.44	9.16	9.51



Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	20.2%	20.6%	-4.4%	-28.4%
Relative to SET	17.4%	14.4%	-6.0%	-20.0%

Major shareholders		Holding
1. Bangkok Insurance PLC		11.00%
2. Thai NVDR Co., Ltd		9.90%
3. UOB Kay Hian (Hong Kong) Limited – Client Account		7.69%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)
Assistant Analyst: Pimpitsamai Tupinprom

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์หุ้น BH ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 213 บาท ถึง 2026E PER 22x จากพื้นฐานที่น่าสนใจ 3 ประเด็น:

1. โครงสร้างรายได้คุณภาพสูงจาก Centers of Excellence (COEs) ที่เน้นเคสซับซ้อน หนุนรายได้ต่อเคส (intensity) และ margin
2. ความพร้อมด้าน Medical Tourism และบริการ one-stop ส่งผลให้มีสัดส่วนคนใช้ต่างชาติเติบโตดี หรือที่ 64% สูงกว่า peers
3. การบริหารต้นทุนและการใช้เทคโนโลยีวินิจฉัย/การผ่าตัดที่แม่นยำ ทำให้คงเป้า EBITDA margin สูงได้ต่อเนื่องที่ 40%

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2025E ที่ 7,467 ล้านบาท (-4.0% YoY) และปี 2026E ที่ 7,703 ล้านบาท (+3.2% YoY) พื้นตัวจากการเร่งเคสซับซ้อนและผู้ป่วยต่างชาติและ conversion จาก funnel คัดกรองเข้าสู่ COEs

ปัจจุบันเทรดราว 19.4x 2026E PER สูงกว่ากลุ่ม (ที่ 18.6x) จากคาดการณ์พื้นตัวของคนใช้ต่างชาติ เราให้ราคาเป้าหมายที่ 213.00 บาท (ถึง PER ปี 2026E ที่ 22x) เพื่อสะท้อน ROE ที่ระดับ 23%, EBITDA margin ระดับ 40% สูงกว่ากลุ่ม

KEY HIGHLIGHTS

□ **โรงพยาบาลพรีเมียมที่เชี่ยวชาญเคสซับซ้อนและรองรับผู้ป่วยต่างชาติ** BH ให้บริการแบบครบวงจร (ป้องกัน-คัดกรอง-วินิจฉัย-รักษา-ฟื้นฟู) โดยเน้นการดูแลผ่านศูนย์ความเป็นเลิศ (COEs) สำคัญอย่าง มะเร็ง หัวใจ ประสาท และกระดูก-ข้อ/ศัลยกรรมหุ่นยนต์ มีบริการสนับสนุนผู้ป่วยต่างชาติครบวงจร ประกอบด้วยการพัฒนาด้าน wellness & longevity (VitalLife) ช่วยต่อขยายความสัมพันธ์กับผู้ป่วย

□ **กลยุทธ์ปีผลัดต้น COEs และใช้เทคโนโลยี เพื่อเพิ่ม intensity ต่อเนื่อง** BH มุ่งเน้น 4 แกนหลัก ได้แก่ 1) ขยายศักยภาพ COEs 2) ยกระดับ Advanced Diagnostics & Digital/AI (เช่น การผ่าตัดความแม่นยำสูง/หุ่นยนต์) 3) วางระบบการดูแลแบบ Value-Based & Patient Experience ครบวงจร ตั้งแต่คัดกรองจนถึงดูแลหลังรักษา เพื่อเพิ่ม conversion เข้าสู่ COEs และ 4) รักษามาตรฐานคุณภาพ/ความยั่งยืน ควบคู่การบริหารจัดการต้นทุน เพื่อรักษา EBITDA margin ในระดับสูง

□ **อุตสาหกรรมทางการแพทย์เติบโตบนสังคมสูงวัยและการดูแลเชิงป้องกัน** คาดโตเฉลี่ยราว 5.3% ช่วง 2025E-2030E หนุนโดยสังคมสูงวัย รายได้ชนชั้นกลางสูงขึ้น การเข้าถึงประกันเอกชน และกระแส wellness พร้อมแรงหนุนรัฐ (Medical Visa/Medical & Wellness Hub) ประกอบกับผู้ป่วยต่างชาติที่ฟื้นตัวอยู่ที่ราว 2-3 ล้านราย/ปี หนุนรายได้โรงพยาบาลเอกชนโดยเฉพาะบริการเฉพาะทางและโรคซับซ้อน ทำให้ยังมองภาพรวมยังเติบโตสม่ำเสมอ

□ **ประเมินกำไรสุทธิปี 2025E/26E ที่ 7,467/7,703 ล้านบาท (-4.0% / +3.2% YoY)** ปี 2025E คาดทรงตัวจากฐานสูงปีก่อนและแรงกดดันด้าน intensity บางช่วง ขณะที่ปี 2026E พื้นตามการเร่งเคสซับซ้อนและผู้ป่วยต่างชาติคุณภาพสูง คาด GPM ยืนได้ที่ราว 50-51%, EBITDA margin 40-41%, Net margin 29-30% กำไรสุทธิ CAGR 2023-26E ขยายตัวได้ราว +3% สะท้อนโครงสร้างรายได้ที่แข็งแกร่งและการบริหารต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพ ในขณะที่มีปัจจัยภายนอกกดดัน

Valuation/Catalyst/Risk

เราให้คำแนะนำ "ซื้อ" และประเมินมูลค่าของ BH อยู่ที่ 213.00 บาท คิดเป็น 2026E PER ที่ 22 เท่า (หรือเท่ากับ -0.8SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี) โดยปัจจุบันเทรด 19.4x (คิดเป็นใกล้เคียง -1SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี)

Catalysts & Risks: การฟื้นตัวของผู้ป่วยตะวันออกกลางและจีน, ความเสี่ยงด้านการเดินทาง/ภูมิรัฐศาสตร์ที่กระทบ medical tourism, ความล่าช้าโครงการลงทุน

KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

□ BH ผู้นำการแพทย์พรีเมียมและ Medical Tourism ของภูมิภาค

บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน) หรือ BH เป็นโรงพยาบาลเอกชนในกรุงเทพฯ มี flagship ใจกลางกรุงเทพฯ ที่ให้บริการแบบครบวงจร ตั้งแต่ตรวจสุขภาพ ป้องกันโรค วินิจฉัย รักษา ไปจนถึงฟื้นฟู ผู้รับบริการมีทั้งคนไทยและชาวต่างชาติ โดยมีทีมสหสาขาวิชาชีพและบริการรองรับผู้ป่วยต่างชาติ เช่น ประสานงานประกัน ล่ามหลายภาษา และการรับ-ส่งต่อระหว่างประเทศ

จุดสำคัญของ BH คือ “ศูนย์ความเป็นเลิศ” (COEs) ในสาขาหลัก เช่น มะเร็ง หัวใจ ประสาท และกระดูก-ข้อ/กระดูกสันหลัง รวมถึงการผ่าตัดที่ใช้หุ่นยนต์และเทคโนโลยีความแม่นยำสูง โรงพยาบาลมีการพัฒนา Comprehensive Cancer Center เพื่อเพิ่มความสามารถดูแลผู้ป่วยมะเร็งแบบครบวงจร พร้อมยกระดับงานวินิจฉัยและการฟื้นฟูด้วยเทคโนโลยีภาพขั้นสูงและเครื่องมือดิจิทัล/AI นอกจากนี้ยังมีบริการด้าน wellness & longevity ผ่าน VitalLife สำหรับการดูแลต่อเนื่องหลังการรักษา

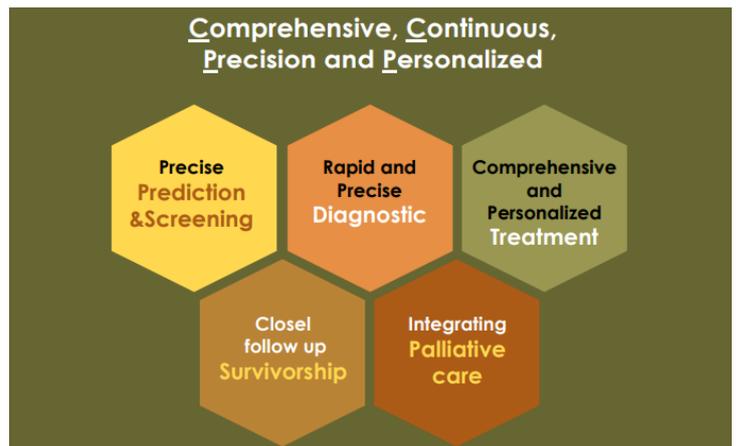
ด้านคุณภาพและมาตรฐาน BH ผ่านการรับรองระดับสากล (เช่น JCI, Advanced-HA) และให้ความสำคัญกับความปลอดภัยผู้ป่วยเป็นหลัก มีการติดตามตัวชี้วัดคุณภาพอย่างสม่ำเสมอและพัฒนากระบวนการให้บริการอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้การดูแลรักษามีมาตรฐานและสอดคล้องกับหลักธรรมาภิบาลขององค์กร

Fig 1: Centers of Excellence (COE) Performance

	%Var. Y2024 vs. Y2023
Cardiology (Heart)	-6%
Oncology (Cancer)	-1%
Neurology	-7%
Gastroenterology	+3%
Colorectal Surgery	+16%
Ophthalmology (Eye)	-1%
Spine	+11%
Urology	+2%
Breast	+6%

Source: Company

Fig 2: Bumrungrad's Vision for Comprehensive Cancer Care



Source: Company

□ กลยุทธ์และความได้เปรียบในการแข่งขัน

BH วาง Roadmap โดยยึด 4 แกนหลักที่เสริมกันเป็นระบบนิเวศเดียว ตั้งแต่การคัดกรอง วินิจฉัย แม่นยำ ไปจนถึงการรักษา เคสซับซ้อนและการดูแลต่อเนื่องหลังการรักษา เป้าหมายคือยกระดับรายได้ต่อเคส (intensity) รักษาอัตรากำไรระดับสูง และขยายฐานผู้ป่วยต่างชาติคุณภาพ และ Selective capex มุ่งเน้นให้ได้ผลตอบแทนที่คุ้มค่าเสมอ

- Centers of Excellence (COE) – เร่งบทบาทศูนย์โรคมะเร็ง หัวใจ ประสาท กระดูกและข้อ/สันหลัง และศัลยกรรมหุ่นยนต์ ให้สามารถรองรับเคส high-acuity โดยวางเส้นทางส่งต่อชัดเจนจากหน้าบ้าน (คัดกรอง/ตรวจเชิงรุก) เข้าสู่คลินิกเฉพาะทางและห้องผ่าตัดความแม่นยำสูง โครงการ New Comprehensive Cancer Center เป็นตัวทำให้สามารถขยายขีดความสามารถแบบ one-stop ครบวงจร และต่อยอดทรัพยากรแพทย์/พยาบาล/ทีมสหสาขาวิชาชีพ เพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้นของทั้งผู้ป่วยไทยและต่างชาติ
- Advanced Diagnostics & Digital/AI – ยกระดับคุณค่าการดูแลด้วยเทคโนโลยีวินิจฉัยรุ่นใหม่ (เช่น photon-counting CT) และ Solution Digital/AI เพื่อคัดกรองเร็วขึ้น ลดเวลาการวินิจฉัย เพิ่มความแม่นยำในการวางแผนรักษา ช่วยให้แพทย์จัดสรรทรัพยากรได้มีประสิทธิภาพขึ้น และผลักดันอัตราทำกำไรผ่านเคสซับซ้อนที่ต้องพึ่งเทคโนโลยีเป็นหลัก

- Value-Based Cancer Care & Patient Experience – วางระบบการรักษามะเร็งที่ยึดผลลัพธ์ทางคลินิกและคุณภาพชีวิตผู้ป่วยเป็นศูนย์กลาง ตั้งแต่คัดกรอง-วินิจฉัย-ให้ยา/ฉายรังสี ไปจนถึงโภชนาการ และการติดตามอย่างเป็นระบบ เพื่อเพิ่มอัตราแปลงจากคัดกรองสู่การรักษาและลดภาวะแทรกซ้อน
- Sustainability & Quality – รักษามาตรฐานคุณภาพระดับสากล ควบคู่ธรรมาภิบาลและการดำเนินงานอย่างยั่งยืน เพื่อคงความเชื่อมั่นของผู้ป่วยต่างชาติ/พันธมิตร

Fig 3: BH's Key Strategy for 2025E

Partnerships & Networks	Clinical Excellence	Operational Excellence
<p>Delivering value to third-party payors and insured patients with targeted programs</p> <p>Expansion of geographic catchment areas and domestic referrals within Thailand</p> <p>Greater overseas visibility and intensification of networking and marketing activities</p> <p>Focus on complex, critical procedures or higher volume/turnaround surgical cases</p>	<p>Clinical outcomes education and benchmarking</p> <p>Strengthen case management process, coordination and communications</p> <p>Expansion of 2nd opinion services, telemedicine and medication delivery</p> <p>Longevity and conventional medicine blending among third-party payors</p>	<p>Faster turnaround times for pre-authorization and discharge</p> <p>Process automation, integration & application of AI of insurance journey</p> <p>Simplify internal processes, and improve productivity to enable cost efficient services delivery</p>

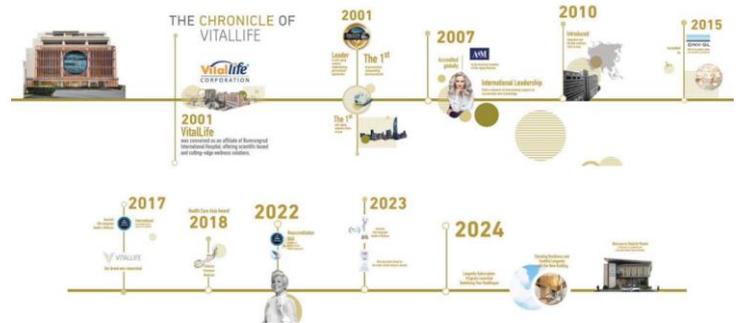
Source: Company

Fig 4: AI-driven and Digital Health Development



Source: Company

Fig 5: VitalLife Journey



Source: Company

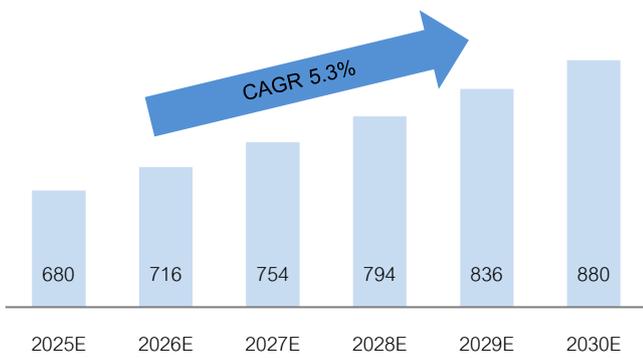
□ Healthcare ไทย คาดโตเฉลี่ย +5.3% ใน 2025E-2030E หนุนด้วย Medical Tourism & Wellness ภาพรวมอุตสาหกรรมสุขภาพของไทยในช่วง 2H25E-2026E ยังคงมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง โดยคาดว่ามูลค่าอุตสาหกรรมจะขยายตัวเฉลี่ยปีละราว +5.3% จาก 679.6 พันล้านบาทในปี 2025E สู่กว่า 880.5 พันล้านบาทภายในปี 2030E แรงขับเคลื่อนสำคัญมาจากโครงสร้างประชากรที่เข้าสู่สังคมสูงวัย การเพิ่มขึ้นของโรคไม่ติดต่อเรื้อรัง (NCDs) การมีรายได้ของชนชั้นกลางที่สูงขึ้นและเข้าถึงประกันสุขภาพเอกชนมากขึ้น รวมถึงกระแสความนิยมด้านการดูแลสุขภาพเชิงป้องกันและ

Wellness ที่เติบโตต่อเนื่อง อีกทั้งภาครัฐยังสนับสนุนด้วยมาตรการเชิงนโยบาย เช่น การขยาย Medical Visa และเป้าหมายในการผลักดันประเทศไทยสู่การเป็น Medical & Wellness Hub ภายในปี 2026E

ในด้านผู้ป่วยต่างชาติ ประเทศไทยยังคงเป็นหนึ่งในจุดหมายปลายทางหลักของ Medical Tourism โดยมีผู้ป่วยต่างชาติเข้ามาใช้บริการกว่า 2-3 ล้านคนต่อปี และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง กลุ่มผู้ป่วยหลักมาจากตะวันออกกลาง จีน และอาเซียน ขณะที่กลุ่มยุโรปและตะวันตกก็เริ่มมีสัดส่วนเพิ่มขึ้น ปัจจัยหนุนมาจากจำนวนโรงพยาบาลไทยที่ได้รับการรับรองมาตรฐาน JCI (Joint Commission International) กว่า 62 แห่ง บวกกับการยกระดับคุณภาพการรักษาและการให้บริการ Digital ที่ทันสมัย ทำให้โรงพยาบาลเอกชนไทยยังคงมีความสามารถในการแข่งขันสูง

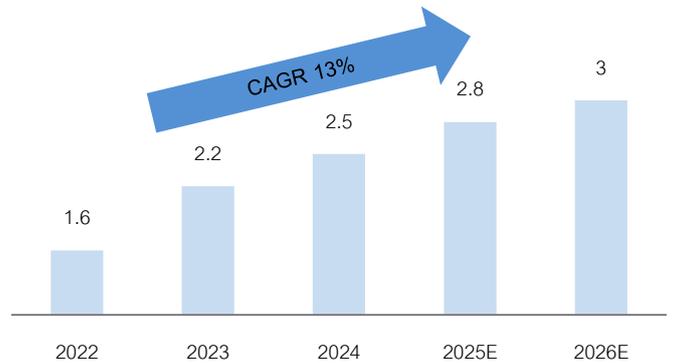
อย่างไรก็ตาม อุตสาหกรรมยังเผชิญความท้าทายจากการขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์ การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน เช่น มาเลเซีย สิงคโปร์ และอินเดีย รวมถึงความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical Risk) และการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบสาธารณสุขระหว่างประเทศ แต่โดยรวม เรายังคงมองว่า รายได้ผู้ป่วยต่างชาติจะเป็น Growth Engine สำคัญ ของโรงพยาบาลเอกชนไทย และเป็นปัจจัยหลักที่หนุนให้อุตสาหกรรมสุขภาพของไทยเติบโตได้อย่างมั่นคงในระยะกลางถึงยาว

Fig 6: Thailand's Healthcare Sector Market Growth (Btbn), 2025E-30E



Source: Intellify, DAOL SEC

Fig 7: Thailand's International Patient Projection (mn), 2022-26E



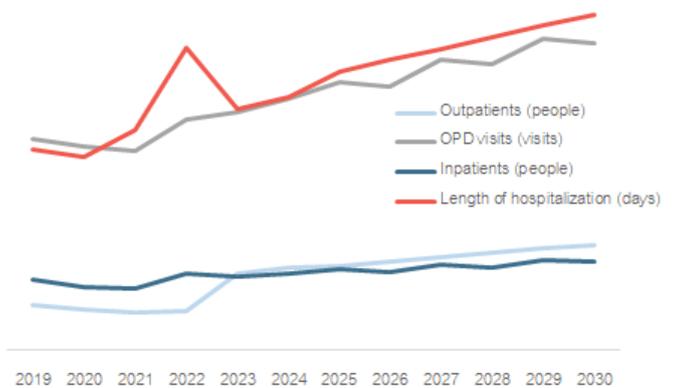
Source: mediGence, MedEx, DAOL SEC

Fig 8: Global Medical Tourism Market Growth, 2019-24

Year	Market Size (USD Billion)	CAGR (%)	
2019	104.68	-	Base year market valuation
2019 - 2027	104.68 → 273.72	12.8%	Projected growth in market value; (value)
2019 - 2027	23 million → 70.4 million	15.0%	Volume CAGR at 15.0% (patients)
2019 - 2027			Patient volume growth forecast (volume)

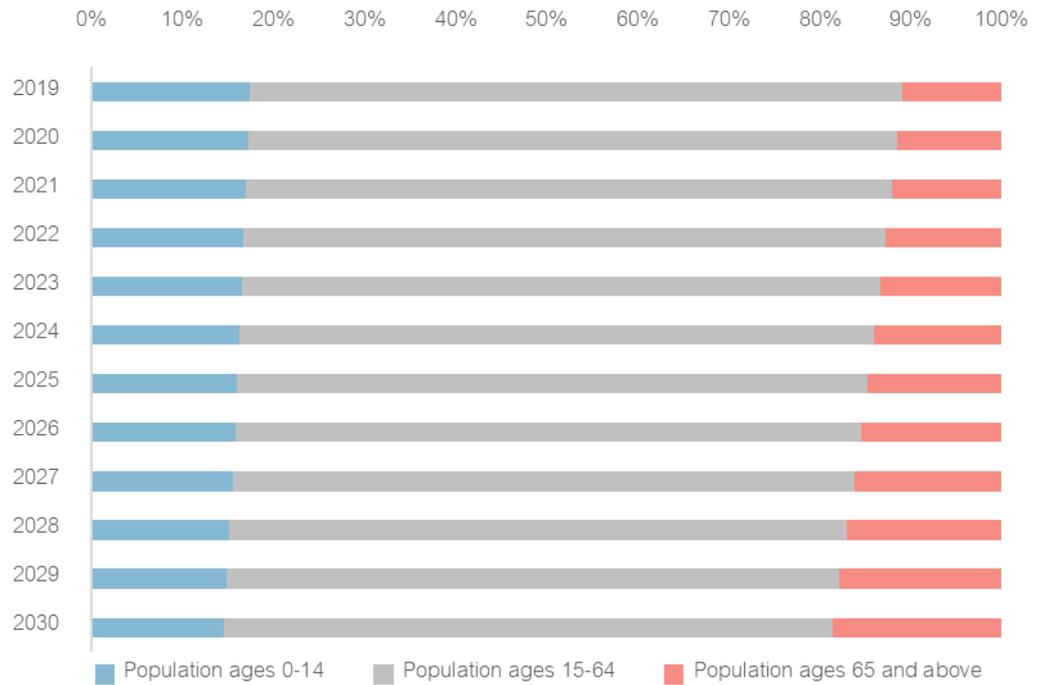
Source: Valuates Reports, DAOL SEC

Fig 9: Thailand's Healthcare Service Growth Projection, 2019-30E



Source: Company, DAOL SEC

Fig 10: Thailand's Population Projection, 2019-30E



Source: Intellify, DAOL SEC

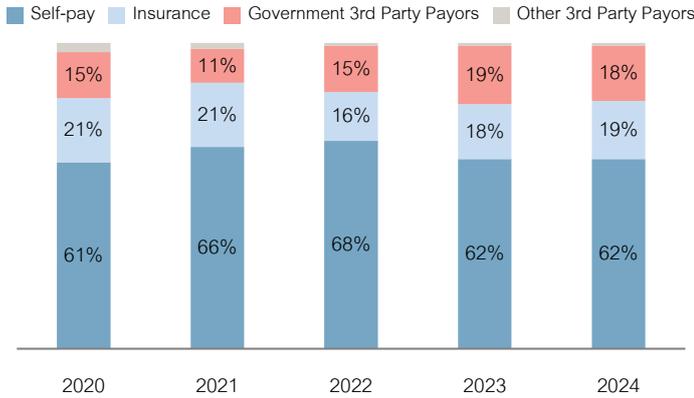
□ ผลการดำเนินงาน 2024 เติบโตอย่างมีคุณภาพ กำไรเติบโตดี และฐานะการเงินเป็น Net Cash

BH รายงาน รายได้รวม 25,862 ล้านบาท (+1.1% YoY) และ รายได้จากกิจการโรงพยาบาล 25,634 ล้านบาท (+1.3% YoY) หนุนด้วยการเติบโตของผู้ป่วยไทย +4.8% ขณะที่ผู้ป่วยต่างประเทศ -0.4% ทำให้สัดส่วนรายได้ผู้ป่วยต่างชาติอยู่ที่ 65.7% และผู้ป่วยไทยอยู่ที่ 34.3% สำหรับปี 2024 (จำนวนเคสผู้ป่วยรวมมากกว่า 1.1 ล้านเคส) โดย Top 3 ประเทศที่สร้างรายได้สูงสุดคือ กาตาร์ เมียนมา สหรัฐฯ โครงสร้างรายได้ตามพื้นที่ยังกระจุกตัวในกรุงเทพฯ ที่ราว 97% และสัดส่วนรายได้ OPD/IPD อยู่ที่ 50/50 สอดคล้องกับการรักษาโรคซับซ้อนและฐานลูกค้าพรีเมียมของ BH

ด้านกำไร EBITDA อยู่ที่ 10,243 ล้านบาท (+6.7% YoY) ดัน EBITDA margin ขึ้นเป็น 39.6% (จาก 37.5% ใน 2023) ขณะที่ กำไรสุทธิ เพิ่มขึ้น 7,775 ล้านบาท (+11.0% YoY) ส่งผลให้ Net margin ขยับเป็น 30.1% (จาก 27.4% ใน 2023) และ EPS อยู่ที่ 9.78 บาท ปัจจัยหนุนหลักมาจากสัดส่วน case ที่ซับซ้อนมากขึ้น และ ประสิทธิภาพการจัดการต้นทุน โดย ต้นทุนกิจการโรงพยาบาล ลดลง -3.0% เหลือ 12,503 ล้านบาท ทำให้สัดส่วนต้นทุนต่อรายได้จากกิจการลดลงเป็น 48.8% (จาก 51.0% ใน 2023) สะท้อนกำลังซื้อระดับกลาง-บนและกลยุทธ์ราคาและบริการที่มีคุณภาพ

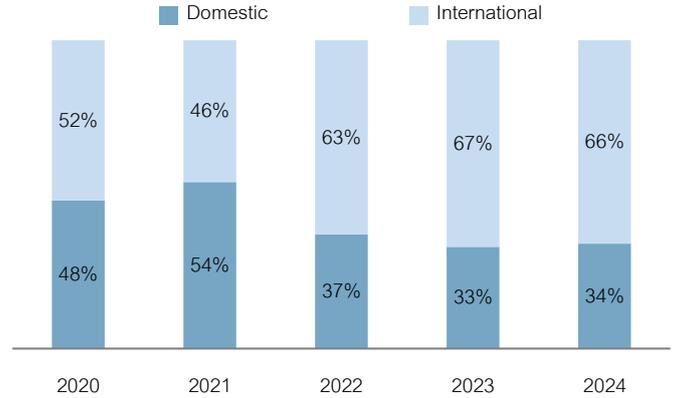
ฐานะการเงินแข็งแกร่ง กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน อยู่ที่ 8,671 ล้านบาท ขณะที่เงินสดใช้ไปในกิจกรรมลงทุน -4,985 ล้านบาท สิ้นปีอยู่ในสถานะ Net Cash (อัตราส่วน Net Debt/Equity = -0.1x, Net Debt/EBITDA = -0.3x) ส่วน ROE/ROA เฉลี่ย อยู่ในระดับสูงที่ 30.0%/25.1% ตามลำดับ สะท้อนความสามารถทำกำไรและการใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ ภาพรวมเราประเมินว่า BH เดินด้าน คุณภาพกำไร (premium case mix + margin สูง), การบริหารจัดการต้นทุน, และ ความยืดหยุ่นทางการเงิน รองรับการลงทุนเชิงกลยุทธ์และการเติบโตระยะถัดไปได้อย่างต่อเนื่อง

Fig 11: Revenue by Payor (%), 2020-24



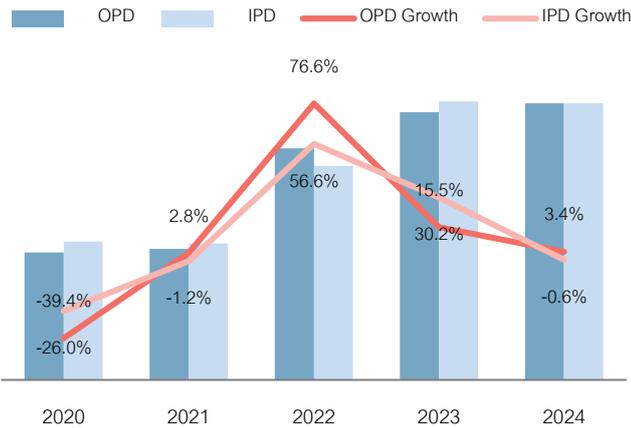
Source: Company, DAOL SEC

Fig 12: Revenue by Nationalities (%), 2020-2024



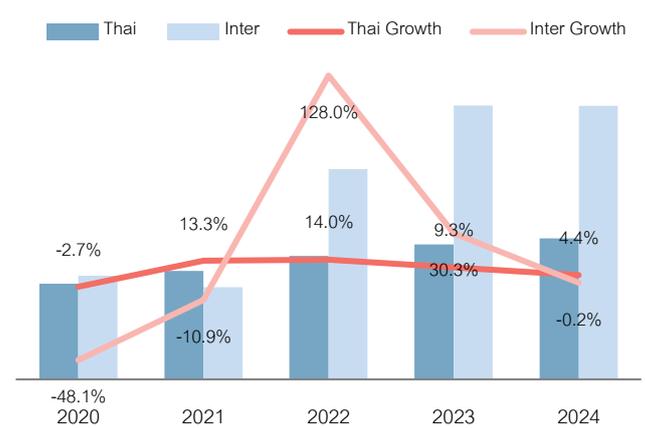
Source: Company, DAOL SEC

Fig 13: Revenue growth by patients, 2020-24



Source: Company, DAOL SEC

Fig 14: Revenue growth by Nationalities, 2020-24



Source: Company, DAOL SEC

□ ประเมินกำไรชะลอเล็กน้อยปี 2025Eก่อนฟื้นใน 2026E หนุนจาก COEs และสัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติ

เรคาดกำไรสุทธิปี 2025E/2026E ที่ 7,467/7,703 ล้านบาท (-4.0% / +3.2% YoY) โดยรายได้รวมคาดอยู่ที่ 25,270/26,291 ล้านบาท (-1.4% / +4.0% YoY) แม้ปี 2025E ยังถูกกดดันจากฐานสูงและรายได้ต่อเคส (intensity) แต่ยังคงคาดหวังกำไรยังแข็งแกร่ง โดย GPM อยู่ที่ระดับ 51.0%/50.5%, EBITDA margin 40.8%/40.1% ทำให้ Net margin ยังยืนได้สะท้อนการควบคุมต้นทุนและการบริหารสัดส่วนการให้บริการที่มีประสิทธิภาพ โดยมองการฟื้นตัวใน 2026E มาจากการเร่งเคสซับซ้อนผ่าน Centers of Excellence (มะเร็ง หัวใจ ศัลยกรรมหุนยนต์/กระดูกข้อ) การส่งต่อจาก Funnel คัดกรองสู่การรักษา และการกลับมาของผู้ป่วยต่างชาติ ขณะความเสี่ยงที่ติดตามคือจังหวะฟื้นของกลุ่มตะวันออกกลาง/จีนแบบ fly-in และความผันผวนของ intensity แต่ด้วยฐานอัตราค่ารักษาสูงและการควบคุมต้นทุน เรายังคาดหวังที่ฟื้นได้ในช่วง 2025E-2026E.

โดยผลการดำเนินงาน 2Q25 มีรายได้ 6,005 ล้านบาท (-4.4% YoY, -1.9% QoQ) จากแรงกดดันด้าน intensity แต่คุณภาพกำไรดีขึ้น QoQ กำไรขั้นต้น (GPM) 52.3% (สูงกว่า 1Q25 ที่ 50.3%), SG&A ลดลง -11.3% QoQ, ทำให้ EBITDA อยู่ที่ 2,537 ล้านบาท (-1.6% YoY, +8.5% QoQ) และ กำไรสุทธิอยู่ที่ 1,858 ล้านบาท (-3.8% YoY, +7.1% QoQ) โดย Net margin 30.9% ดีขึ้นชัดเจนจาก 28.3% ใน 1Q25 สะท้อนการจัดการต้นทุน/สัดส่วนบริการที่ดีขึ้น ขณะที่รายได้อื่นเพิ่มและ

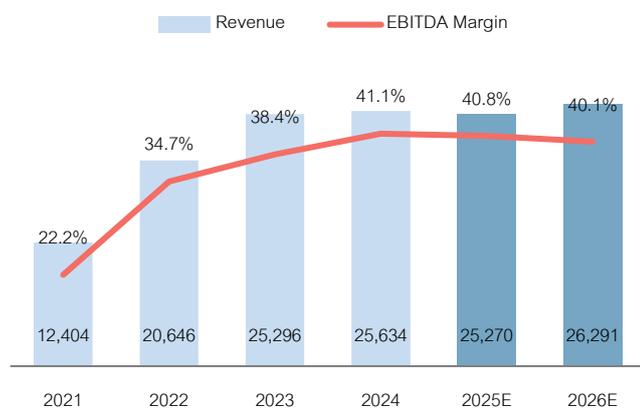
ดอกเบี้ยจ่ายลดลงช่วยพยุงกำไรภาพรวม (1H25: รายได้ -5.3% YoY, EBITDA -7.2% YoY, กำไรสุทธิ -8.3% YoY; แต่ EBITDA margin ยังทรงตัวในระดับสูง >40%)

ทั้งนี้เราประมาณการกำไร 3Q25E ที่ราว 1.90 พันล้านบาท ขยายตัว QoQ, ทรงตัว YoY จากรายได้ฟื้น QoQ ตามปัจจัยฤดูกาลและแนวโน้มการฟื้นตัวของค่าใช้จ่ายตัวออกกลาง แม้คาดการณ์รายได้ต่อเคสยังได้รับแรงกดดันต่อเนื่อง, ยังมอง GPM ที่ราว 50-51% และการควบคุม SG&A ต่อเนื่อง หนุน EBITDA margin ยืนสูงกว่า >40%

Fig 15: 2Q25 results review

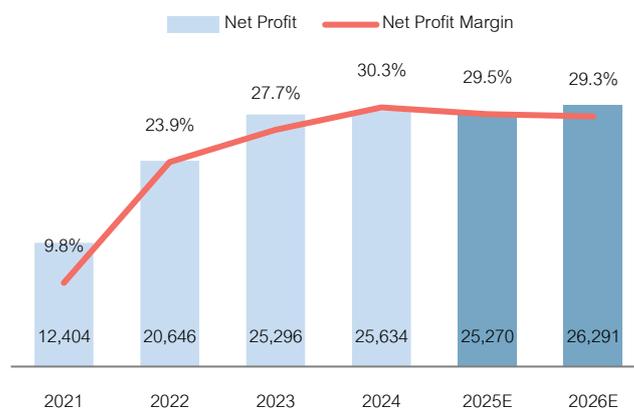
FY: Dec (Bt mn)	2Q25	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	1H25	1H24	YoY
Revenues	6,005	6,282	-4.4%	6,120	-1.9%	12,125	12,798	-5.3%
CoGS	(2,864)	(3,008)	-4.8%	(3,040)	-5.8%	(5,904)	(6,154)	-4.1%
Gross profit	3,141	3,274	-4.1%	3,080	2.0%	6,221	6,644	-6.4%
SG&A	(961)	(1,007)	-4.5%	(1,084)	-11.3%	(2,045)	(2,027)	0.9%
EBITDA	2,537	2,577	-1.6%	2,338	8.5%	4,875	5,254	-7.2%
Other inc./exps	99	44	127.1%	86	14.8%	185	103	79.5%
Interest expenses	50	77	-34.5%	61	-18.1%	112	136	-18.0%
Income tax	(449)	(432)	4.0%	(400)	12.2%	(849)	(901)	-5.8%
Core profit	1,858	1,932	-3.8%	1,734	7.1%	3,591	3,917	-8.3%
Net profit	1,858	1,932	-3.8%	1,734	7.1%	3,591	3,917	-8.3%
EPS (Bt)	2.34	2.43	-3.8%	2.18	7.1%	4.52	4.93	-8.3%
Gross margin	52.3%	52.1%		50.3%		51.3%	51.9%	
Net margin	30.9%	30.8%		28.3%		29.6%	30.6%	

Fig 16: Revenue (Btmn) vs EBITDA margin, 2021-26E



Source: Company, DAOL SEC

Fig 17: Net Profit (Btmn) vs net profit margin, 2021-26E



Source: Company, DAOL SEC

VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 213.00 บาท

เราประเมินมูลค่า BH ที่ 213.00 บาท 2026E PER ที่ 22x (สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มซึ่งเทรตราว 18.6x) จากโครงสร้างรายได้ที่มีสัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติสูงและโรคยาก รวมถึงการบริหารต้นทุนที่มีประสิทธิภาพจะช่วยพยุงระดับ margin ขณะนี้หุ้นปัจจุบันซื้อขายราว 19.4x จึงยังมีช่องว่างจากการ re-rating หากโมเมนตัมคุณภาพรายได้กลับมาเด่นขึ้นจากเคสซับซ้อนและผู้ป่วยต่างชาติ โดยราคาเป้าหมายอ้างอิงประมาณการกำไรสุทธิ 2025E/2026E ที่ 7,467/7,703 ล้านบาท (Net margin ที่ 29-30%) ซึ่งสะท้อน EBITDA margin ที่สูง และ ROE ~23% ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ BH มีการฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่กระทบ medical tourism และ intensity จากภาวะเศรษฐกิจเป็น catalyst สำคัญ

Fig 18: Peer comparison

Stock	Rec	Price 02-Sep-25	Target price	Upside (%)	Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)		ROE (%)	
					25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
* BCH	NR	13.00	17.25	32.7	14.6	11.9	14.6	11.9	21.1	19.0	2.3	2.2	2.9	3.3	11.2	11.9
BDMS	BUY	20.70	26.00	25.6	4.1	4.8	4.1	4.8	19.8	18.9	3.0	2.9	3.8	4.0	15.3	15.4
BH	BUY	188.00	213.00	13.3	-4.0	3.2	-4.2	3.2	20.0	19.4	4.7	4.0	1.9	2.0	23.1	20.7
* CHG	NR	1.63	2.22	36.2	-0.5	8.5	-0.5	8.5	16.6	15.4	2.2	2.1	4.7	4.8	13.5	13.9
PR9	BUY	22.50	29.00	28.9	14.0	7.4	14.0	7.4	21.8	20.3	3.0	2.7	1.8	2.0	13.8	13.5
Sector					2.4	4.9	2.3	4.9	19.8	18.6	3.1	2.8	3.0	3.2	15.4	15.1

Sources: *Bloomberg consensus, DAOL SEC

Quarterly income statement

(Bt mn)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Sales	6,282	6,384	6,452	6,120	6,005
Cost of sales	(3,008)	(3,089)	(3,259)	(3,040)	(2,864)
Gross profit	3,274	3,294	3,193	3,080	3,141
SG&A	(1,007)	(1,003)	(1,142)	(1,084)	(961)
EBITDA	2,577	2,589	2,400	2,338	2,537
Finance costs	77	71	64	61	50
Core profit	1,932	1,955	1,903	1,734	1,858
Net profit	1,932	1,955	1,903	1,734	1,858
EPS	2.43	2.46	2.39	2.18	2.34
Gross margin	52.1%	51.6%	49.5%	50.3%	52.3%
EBITDA margin	41.0%	40.5%	37.2%	38.2%	42.3%
Net profit margin	30.8%	30.6%	29.5%	28.3%	30.9%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Cash & deposits	8,276	10,745	12,113	17,908	23,651
Accounts receivable	2,658	4,408	3,982	2,457	2,556
Inventories	326	362	356	437	459
Other current assets	159	169	280	505	526
Total cur. assets	11,419	15,685	16,732	21,307	27,192
Investments	2	85	2,144	2,144	2,144
Fixed assets	12,476	13,039	13,388	12,547	11,709
Other assets	362	404	390	505	526
Total assets	24,259	29,212	32,653	36,503	41,570
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	1,835	2,090	2,068	2,648	2,784
Current maturities	24	17	37	20	10
Other current liabilities	1,556	2,077	1,721	1,263	1,315
Total cur. liabilities	3,415	4,184	3,827	3,932	4,108
Long-term debt	40	74	102	51	53
Other LT liabilities	799	856	923	253	263
Total LT liabilities	839	930	1,025	303	315
Total liabilities	4,253	5,114	4,852	4,236	4,424
Registered capital	923	923	922	922	922
Paid-up capital	796	796	796	796	796
Share premium	450	450	450	450	450
Retained earnings	18,448	22,489	26,167	30,693	35,572
Others	12	67	75	75	75
Minority interests	300	297	313	313	313
Shares' equity	20,005	24,098	27,801	32,328	37,207

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Net profit	4,938	7,006	7,775	7,467	7,703
Depreciation	1,117	1,097	1,077	1,093	1,067
Chg in working capital	(625)	(1,532)	411	2,025	14
Others	696	526	(386)	(1,469)	20
CF from operations	6,126	7,098	8,877	9,115	8,803
Capital expenditure	(1,203)	(1,659)	(1,426)	(312)	(228)
Others	(0)	(83)	(2,059)	0	0
CF from investing	(1,203)	(1,742)	(3,486)	(312)	(228)
Free cash flow	4,923	5,355	5,391	8,803	8,575
Net borrowings	(31)	28	48	(68)	(8)
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,545)	(2,941)	(2,940)	(2,940)	(2,823)
Others	(6)	27	(1,132)	0	0
CF from financing	(2,582)	(2,886)	(4,023)	(3,008)	(2,832)
Net change in cash	2,341	2,469	1,368	5,794	5,743

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Sales	20,646	25,296	25,634	25,270	26,291
Cost of sales	(11,099)	(12,895)	(12,503)	(12,382)	(13,014)
Gross profit	9,546	12,401	13,131	12,888	13,277
SG&A	(3,798)	(4,180)	(4,171)	(4,094)	(4,338)
EBITDA	7,173	9,709	10,544	10,316	10,531
Depre. & amortization	1,117	1,097	1,077	1,093	1,067
Equity income	(1)	(1)	(0)	0	0
Other income	308	392	508	430	526
EBIT	6,056	8,612	9,467	9,223	9,465
Finance costs	(4)	(2)	(8)	(1)	(0)
Income taxes	(1,072)	(1,583)	(1,604)	(1,697)	(1,704)
Net profit before MI	4,980	7,027	7,855	7,525	7,761
Minority interest	39	49	57	57	57
Core profit	4,941	6,978	7,797	7,468	7,704
Exchange gain (loss)	(3)	28	(23)	0	0
Net profit	4,938	7,006	7,775	7,468	7,704

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Growth YoY					
Revenue	66.4%	22.5%	1.3%	-1.4%	4.0%
EBITDA	160.1%	35.4%	8.6%	-2.2%	2.1%
Net profit	306.2%	41.9%	11.0%	-4.0%	3.2%
Core profit	305.8%	41.2%	11.7%	-4.2%	3.2%
Profitability ratio					
Gross profit margin	46.2%	49.0%	51.2%	51.0%	50.5%
EBITDA margin	34.7%	38.4%	41.1%	40.8%	40.1%
Core profit margin	23.9%	27.6%	30.4%	29.5%	29.3%
Net profit margin	23.9%	27.7%	30.3%	29.5%	29.3%
ROA	20.4%	24.0%	23.8%	20.5%	18.5%
ROE	24.7%	29.1%	28.0%	23.1%	20.7%
Stability					
D/E (x)	0.21	0.21	0.17	0.13	0.12
Net D/E (x)	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash
Interest coverage ratio	1,707.40	3,597.97	1,135.85	3,307.24	6,664.25
Current ratio (x)	3.34	3.75	4.37	5.42	6.62
Quick ratio (x)	3.20	3.62	4.21	5.18	6.38
Per share (Bt)					
Reported EPS	6.21	8.82	9.78	9.40	9.69
Core EPS	6.22	8.78	9.81	9.40	9.69
Book value	24.80	29.95	34.59	40.29	46.43
Dividend	3.20	3.70	3.70	3.55	3.67
Valuation (x)					
PER	30.25	21.32	19.21	20.01	19.39
Core PER	30.23	21.41	19.16	20.01	19.39
P/BV	7.58	6.28	5.43	4.67	4.05
EV/EBITDA	19.68	14.29	13.03	12.75	11.94
Dividend yield	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%

Corporate governance report of Thai listed companies 2024

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC’s stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **ธรรมาภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างไร้ข้อสงสัย มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.
- ❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.
- ❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 11