

คาดเติบโตจากผู้ป่วยต่างชาติ และขยาย sw.

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ BH ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” มูลค่าพื้นฐานปี 2027 ที่ 220.00 บาท ประเมินด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) อิง WACC 8.5% และ Terminal growth 2.0% คิดเป็น 21.7x PE'27E ขณะที่ปัจจุบัน BH ซื้อขายที่ 18.8x PE'27E ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่มโรงพยาบาลที่ 18.4x PE'27E เราคาดว่าในปี 2026-27 จะเติบโต 3-4% จากการเติบโตของผู้ป่วยต่างชาติ อาทิ กลุ่มตะวันออกกลาง และเมียนมาผนวกกับในปี 2027 คาดโรงพยาบาลสาขาภูเก็ต (ผู้บริหารคาดว่าจะพลิกมีกำไรใน 1-1.5 ปี) และโครงการส่วนต่อขยายในซอยสุขุมวิท 1 (ใช้เป็นศูนย์มะเร็งแห่งใหม่ขนาด 6 ชั้น) จะแล้วเสร็จ เมื่ออาจรับรู้ผลขาดทุนจากค่าเสื่อมราคาในระยะแรก แต่เรามองว่าจะหนุนการเติบโตในระยะยาว

เตรียมเปิดโรงพยาบาลสาขา 2 ที่ภูเก็ต

ผู้บริหารเผยว่าโรงพยาบาล (sw.) บำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล ภูเก็ต ขนาด 212 เตียง จะเปิดให้บริการในเฟสแรกภายใน 3Q27 โดยจะเริ่มเปิดจำนวน 50 เตียงในช่วงแรก และจะใช้ผู้บริหารชุดเดียวกับในสาขาหลักได้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด ปัจจุบันมีบุคลากรทางการแพทย์เข้ามาสมัครเพียงพอแล้ว โดยผู้บริหารคาดว่าจะพลิกมีกำไรได้ใน 1.5 ปีหลังเปิด sw.

โครงการใหม่ใน sw. สาขาหลัก คาดแล้วเสร็จในสิ้นปี 2027

โครงการก่อสร้างส่วนต่อขยายในซอยสุขุมวิท 1 จะใช้เป็นศูนย์รักษามะเร็งแห่งใหม่ ขนาด 6 ชั้น ขยายห้องตรวจเฉพาะทางด้านมะเร็งจาก 10 ห้องเป็น 23 ห้อง เพิ่มห้องเคมีบำบัดจาก 18 ห้องเป็น 30 ห้อง และเตียงผู้ป่วยในศูนย์มะเร็ง 59 เตียง จากปัจจุบันที่มีศูนย์มะเร็งฮอไรซัน (Horizon Regional Cancer Center) เพียงชั้นเดียวในอาคารหลัก โดย BH จะย้ายบริการที่เกี่ยวข้องกับโรคมะเร็งทั้งหมดออกจากอาคารโรงพยาบาลหลักมาไว้ที่ตึกนี้ คาดแล้วเสร็จช่วงปลายปี 2027

คาดกำไรใน 3Q26 เติบโต YoY

ผู้บริหารคาดรายได้ใน 3Q26 เติบโตราว +3% YoY จากรายได้ผู้ป่วยต่างชาติที่ยังเติบโตต่อเนื่อง ผู้บริหารเผยว่าสงครามอิหร่านไม่กระทบรายได้ผู้ป่วยตะวันออกกลางมากนัก โดยรายได้ผู้ป่วยตะวันออกกลางใน 2Q26 ยังเติบโต QoQ/YoY ผู้บริหารคาดผู้ป่วยชาวบังคลาเทศจะฟื้นตัว QoQ ใน 3Q26 อย่างไรก็ดี การส่งผู้ป่วยจากรัฐบาลคูเวต และซาอุดีอาระเบีย คาดจะเห็นความคืบหน้าหลังสงครามในตะวันออกกลางสงบลง และยังมีโอกาสได้ผู้ป่วยจากรัฐบาลอิรัก ซึ่งจะเป็นตลาดใหม่

การประเมินมูลค่า

เราประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) อิง WACC 8.5% และ Terminal growth 2% เนื่องจาก BH ปรับคำรักษาได้ราว +5% ต่อปี สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีของไทยที่ 1.1% ต่อปี ได้มูลค่าเหมาะสม ณ สิ้นปี 2027 ที่ 220.00 บาท คิดเป็น 21.7x PE'27E ขณะที่ปัจจุบัน BH ซื้อขายที่ 18.8x PE'27E ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่มโรงพยาบาลที่ 18.4x PE'27E

BUY

Fair price: Bt220.00

Upside (Downside): 12.5%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	BH TB
Current Price (Bt)	195.50
Market Cap. (Bt m)	155,416
Shared Issued (mn)	795
Par Value (Bt)	1.00
52 Week High / Low (Bt)	214.00 / 136.00
Foreign Limit / Actual (%)	49.00 / 31.70
NVDR Shareholders (%)	10.35
Free Float (%)	72.96
Number of Retail Holders	23,151
Dividend Policy (%)	-
Industry	Services
Sector	Health Care Services
CG Rate	▲▲▲▲
Thai CAC	-
SET ESG Ratings	A

Major Shareholders

31 Aug 26

Thai NVDR Company Limited	10.35
Bangkok Insurance PLC	9.95
UOB Kay Hian (Hong Kong) Limited – Client	7.78
Bangkok Bank PLC	6.70
The Sophonpanich Co., Ltd.	3.49

Key Financial Summary

Year End Dec	2024	2025	2026E	2027E
Revenue (Bt m)	25,718	25,215	25,968	27,014
Core profit (Btm)	7,798	7,526	7,803	8,052
Net Profit (Bt m)	7,798	7,526	7,803	8,052
NP Growth (%)	12	(3)	4	3
EPS (Bt)	9.81	9.47	9.82	10.13
PER (x)	20.0	20.7	19.9	19.3
BPS (Bt)	35.0	39.2	40.6	45.3
PBV (x)	5.6	5.0	4.8	4.3
DPS (Bt)	5.00	11.00	5.89	5.06
Div. Yield (%)	2.6	5.6	3.0	2.6
ROA (%)	25.2	21.8	21.0	20.3
ROE (%)	30.0	25.5	24.6	23.6

Source: Pi Estimated

Analyst: Jirapat Kongbua

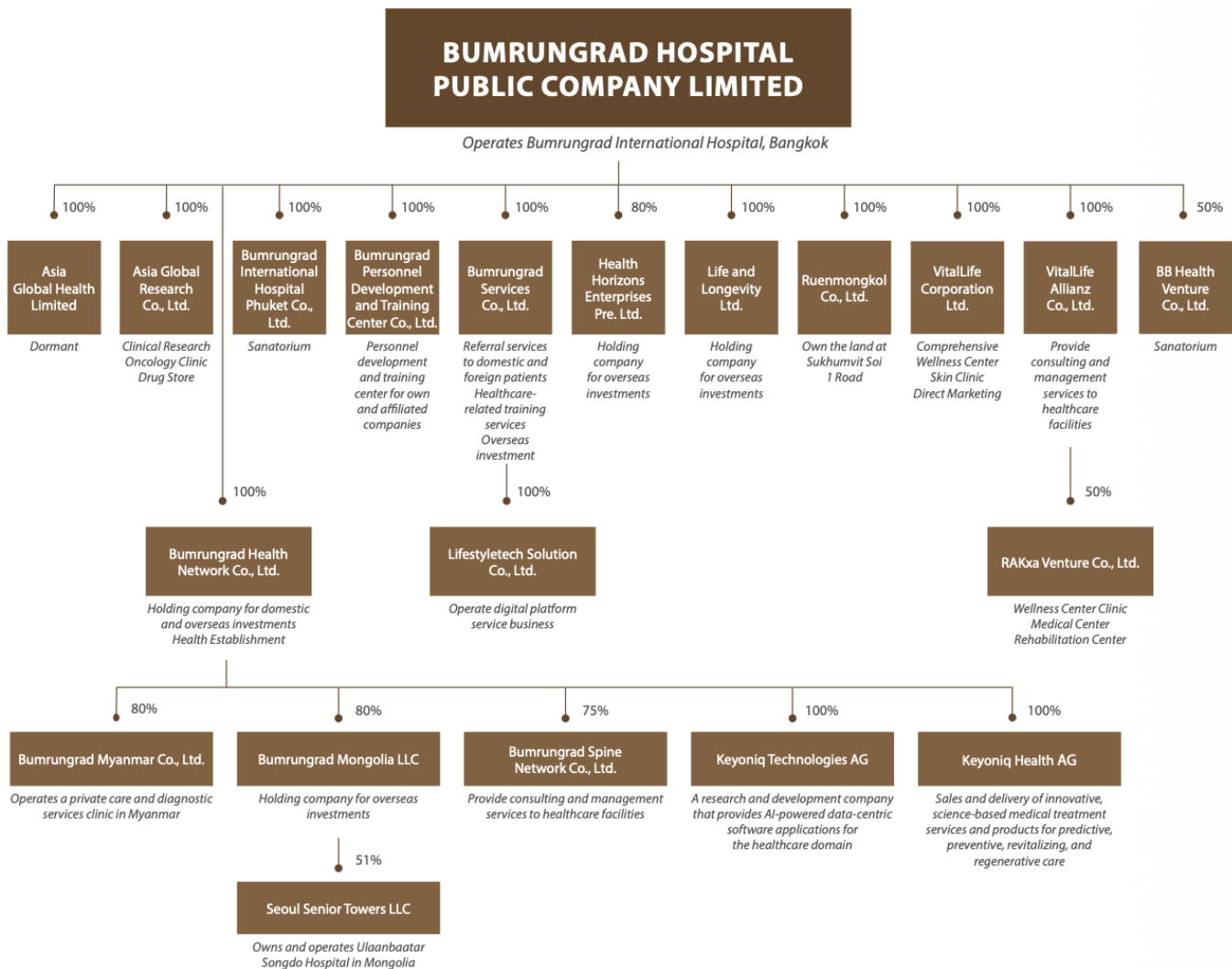
Registration No.139737

Email: jirapat.ko@pi.financial

ประวัติบริษัท

บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน) (BH) เป็นผู้ประกอบกิจการโรงพยาบาลเอกชนชั้นนำใน มีประสบการณ์ทางการแพทย์มายาวนานกว่า 45 ปี ให้บริการทางการแพทย์ระดับตติยภูมิแบบครบวงจรแก่ผู้ป่วยทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติทั่วโลก โดยบริษัทฯ ได้เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เมื่อวันที่ 15 ธ.ค. 1989 ด้วยราคาเสนอขายหุ้นครั้งแรกให้กับประชาชนทั่วไป (IPO) ที่ 40.00 บาทต่อหุ้น (ณ ราคาพาร์ 10 บาท) โดย BH เป็นรพ. ที่ได้รับการรับรองมาตรฐานสากล JCI เป็นแห่งแรกในเอเชีย และก้าวขึ้นเป็นรพ. เอกชนอันดับ 1 ของประเทศไทย ตลอดจนติดอันดับโรงพยาบาลที่ดีที่สุดในระดับโลกอย่างต่อเนื่อง

โครงสร้างองค์กร



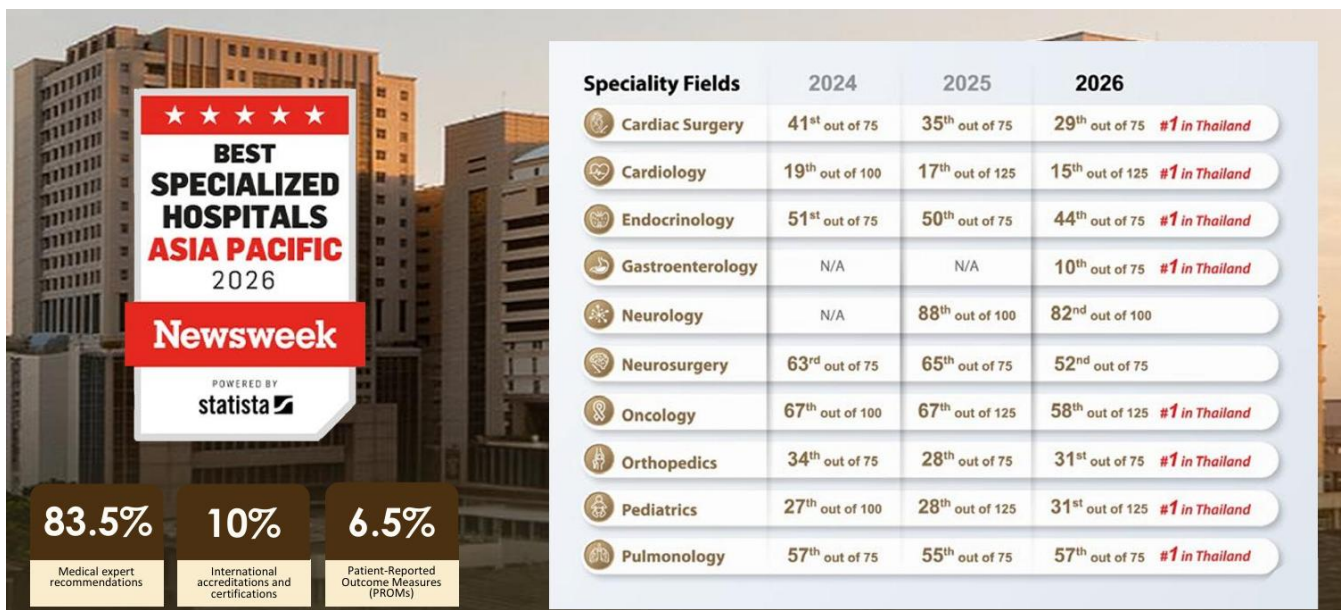
Source: company data

การประกอบธุรกิจ

BH มีศูนย์การแพทย์กว่า 61 ศูนย์ ซึ่งครอบคลุมการรักษาระดับตติยภูมิที่ซับซ้อน (Complicated Care) โดยมีศูนย์และสถาบันทาง การแพทย์ที่โดดเด่น อาทิ:

- **สถาบันโรคหัวใจบำรุงราษฎร์ (Bumrungrad Heart Institute):** รักษาโรคหัวใจครบทุกมิติในระดับสากล ครอบคลุมตั้งแต่ภาวะ หัวใจล้มเหลว หัวใจเต้นผิดจังหวะ ไปจนถึงการผ่าตัดปลูกถ่ายหัวใจ
- **ศูนย์มะเร็งเรืองออริซอน (Horizon Regional Cancer Center):** ศูนย์รักษามะเร็งแบบครบวงจรที่ใช้การรักษาแบบแม่นยำ และการ ตรวจทางพันธุกรรมมาใช้เพื่อวางแผนการรักษาเฉพาะบุคคล
- **สถาบันกระดูกล้าง:** เชี่ยวชาญการผ่าตัดกระดูกสันหลังด้วยเทคนิคแผลเล็ก (Full-Endoscopic) ช่วยให้ผู้ป่วยฟื้นตัวได้ไว
- **ศูนย์ข้อเสื่อมและข้อเทียมขั้นแอดวานซ์:** ยกระดับการรักษาด้วยการนำเทคโนโลยีหุ่นยนต์ช่วยผ่าตัดมาใช้งานเพื่อความแม่นยำ สูงสุด
- **สถาบันการแพทย์จีโนมิกส์ (Genomic Medicine Institute):** ให้บริการตรวจพันธุกรรมเพื่อการดูแลสุขภาพเชิงป้องกันและการ เลือกใช้ยาให้เหมาะสมกับแต่ละบุคคล
- **ศูนย์ส่งเสริมสุขภาพไวทัลไลฟ์ (VitalLife):** ให้บริการเวชศาสตร์ชะลอวัย ฟื้นฟูสุขภาพ และส่งเสริมสุขภาพเชิงป้องกันที่ ดำเนินการมานานกว่า 20 ปี
- **ศูนย์ปลูกถ่ายอวัยวะ:** ให้บริการผ่าตัดปลูกถ่ายอวัยวะที่ซับซ้อน ได้แก่ หัวใจ, ไต, ตับ, และกระจกตา
- **หน่วยส่องกล้องทางเดินอาหาร:** เป็นแห่งแรกในไทยและเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ที่ได้มาตรฐานจาก ASGE ประเทศสหรัฐอเมริกา

ศูนย์การแพทย์ของ BH ที่เป็นอันดับ 1 ในไทย



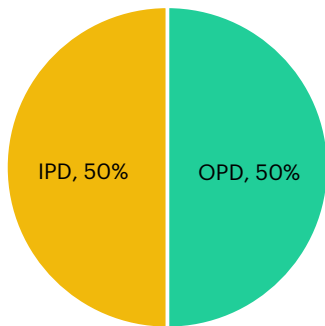
Source: company data

โครงสร้างรายได้ และค่าใช้จ่าย

ปี 2025 BH แบ่งรายได้ตามช่องทางการชำระเงินเป็นลูกค้าเงินสด 61%, ลูกค้าประกัน 21% และลูกค้าคู่สัญญา 18% มีสัดส่วนรายได้จากแผนกผู้ป่วยนอก (OPD) และผู้ป่วยใน (IPD) 50% แบ่งเป็นผู้ป่วยชาวไทย 35% และชาวต่างชาติ 65% โดยรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติในปี 2025 หดตัว -2% YoY เหลือ 16.5 พันล้านบาท จากการหายไปของผู้ป่วย Guarantee of Payment (GOP) จากรัฐบาลคูเวต อย่างไรก็ตาม รายได้จากชาวต่างชาติกลับมาขยายตัว YoY ต่อเนื่องตั้งแต่ 3Q25-2Q26 ส่วนใหญ่จากชาวกาตาร์, เมียนมา, สหรัฐฯ และ UAE

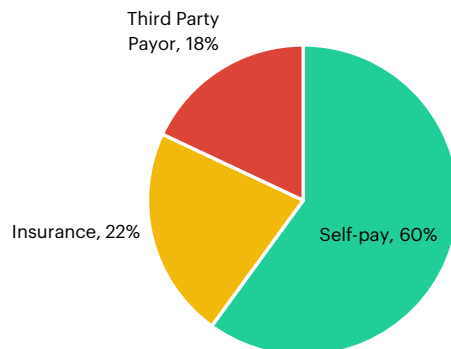
ส่วนค่าใช้จ่ายหลักของ BH คือค่าธรรมเนียมแพทย์ คิดเป็นสัดส่วน 34% ของค่าใช้จ่ายรวม รองลงมาคือค่าแรงบุคลากร 28%, ค่ายาและเวชภัณฑ์ 25% และค่าเสื่อมราคา 7% โดยคิดเป็นค่าใช้จ่ายคงที่สัดส่วนราว 37%

สัดส่วนรายได้ตามกลุ่มผู้ป่วยนอก/ใน ปี 2025



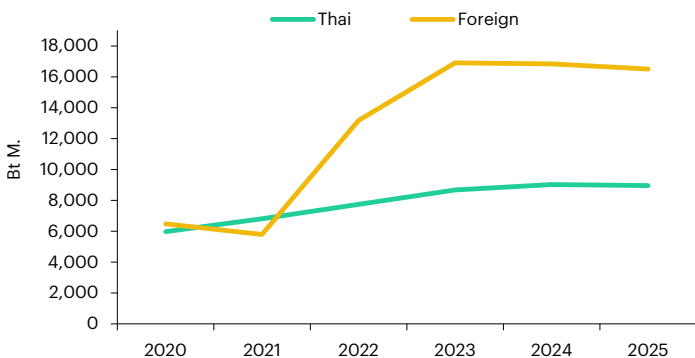
Source: company data

สัดส่วนรายได้ตามช่องทางการชำระเงินปี 2025



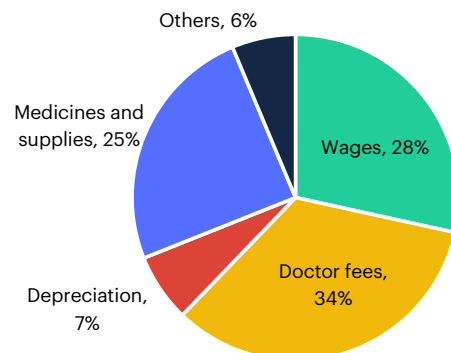
Source: company data

รายได้ผู้ป่วยชาวไทย/ต่างชาติ รายปี



Source: company data

สัดส่วนค่าใช้จ่ายปี 2025



Source: company data

เตรียมเปิดสาขาภูเก็ต และอาคารใหม่ภายในปี 2027

ผู้บริหารเผยว่ารพ. บำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล ภูเก็ต ขนาด 212 เตียง ใช้งบประมาณลงทุนราว 4.3 พันล้านบาท โดยใช้เงินสด 100% จะเปิดให้บริการในเฟสแรกภายใน 3Q27 โดยจะเริ่มเปิดแผนก IPD จำนวน 50 เตียง ในช่วงแรก จะกลุ่มผู้ป่วยระดับ Luxury และเน้นการรักษาโรคเฉพาะทาง และสามารถส่งต่อผู้ป่วยโรคมะเร็งจากมารักษาที่สาขาใหญ่ในกทม. ได้ ส่วนการบริหารจะใช้ผู้บริหารชุดเดียวกับในสาขาหลัก ได้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด และปัจจุบันมีบุคลากรทางการแพทย์เข้ามาสมัครเพียงพอแล้ว ผู้บริหารคาดว่าจะพลิกมีกำไรได้ใน 1-1.5 ปี หลังเปิดรพ.

ส่วนที่สาขาหลักมีโครงการก่อสร้างส่วนต่อขยายในซอยสุขุมวิท 1 ซึ่งจะใช้เป็นศูนย์รักษาโรคมะเร็งแห่งใหม่ ขนาด 6 ชั้น ขยายห้องตรวจเฉพาะทางด้านมะเร็งจาก 10 ห้องเป็น 23 ห้อง เพิ่มห้องเคมีบำบัดจาก 18 ห้องเป็น 30 ห้อง และเตียงผู้ป่วยในศูนย์มะเร็ง 59 เตียง จากปัจจุบันที่มีศูนย์มะเร็งฮอไรซัน (Horizon Regional Cancer Center) เพียงชั้นเดียวในอาคารหลัก โดย BH จะย้ายบริการที่เกี่ยวข้องกับโรคมะเร็งทั้งหมดออกจากอาคารโรงพยาบาลหลักมาไว้ที่ตึกนี้ คาดแล้วเสร็จช่วงปลายปี 2027

รพ. บำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล ภูเก็ต



Source: company data

โครงการส่วนต่อขยายในซอยสุขุมวิท 1



Source: company data

สะพานเชื่อมส่วนต่อขยายกับอาคาร B



Source: company data

แผนกต่างๆในศูนย์มะเร็งแห่งใหม่

NEW BUMRUNGRAD COMPREHENSIVE CANCER CENTER		Total Floor Area
Facility Overview		
L6	Chemo Infusion 2 (VIP), Psychological and Spiritual care area	896 SQM
L5	Chemo and Non-Chemo Infusion (1), Chemo Admixture	896 SQM
L4	Breast Center, Breast Imaging	896 SQM
L3	Cancer Clinic 2 (Hemato-Onco, Radio-Onco, Surg-Onco)	768* SQM
L2	Cancer Clinic 1 (Medical-Onco)	669** SQM
L1	Reception and Drop-off Point	
B1	Kitchen Showcase, Complimentary Cancer Program, Healthy Living Program, Cancer diet restaurant	822 SQM
		Total 4,947 SQM

*excluding walkway and escalator 128 sq.m.
**excluding walkway and escalator 195 sq.m.

Source: company data

กำไรใน 2Q26 สูงกว่าตลาดคาด และแนวโน้มกำไรใน 3Q26 เติบโต YoY

กำไรสุทธิ 2Q26 อยู่ที่ 1,889 ล้านบาท (+2% YoY) สูงกว่าตลาดคาด 6% ขณะที่รายได้จากการบริการสุขภาพ อยู่ที่ 6,231 ล้านบาท (+4% YoY) เป็นผลจากรายได้ผู้ป่วยต่างชาติ (สัดส่วนรายได้ 66%) เติบโต +7% YoY โดยหลักจากผู้ป่วยชาวเมียนมา +28% YoY, ชาวตะวันออกกลาง +7% YoY และชาวอเมริกา +19% YoY ขณะที่รายได้ผู้ป่วยชาวไทย (สัดส่วนรายได้ 34%) หดตัว -2% YoY ต้นทุนจากการบริการสุขภาพ สูงขึ้นเป็น 2,988 ล้านบาท (+4% YoY) โดยหลักจากค่าธรรมเนียม แพทย์และต้นทุนสินค้าปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) เป็น 982 ล้านบาท (+2% YoY) ส่งผลให้ EBITDA Margin อยู่ที่ 41.4% ใกล้เคียงกับใน 2Q25 ที่ 41.6%

ผู้บริหารคาดการณ์รายได้ใน 3Q26 เติบโตราว +3% YoY จากระยะรายได้ผู้ป่วยต่างชาติที่ยังเติบโตต่อเนื่อง ผู้บริหารเผยว่าสงครามอิหร่านไม่กระทบรายได้ผู้ป่วยตะวันออกกลางมากนัก โดยรายได้ผู้ป่วยตะวันออกกลางใน 2Q26 ยังเติบโต QoQ/YoY ผู้บริหารคาดว่าผู้ป่วยชาวบังคลาเทศจะฟื้นตัว QoQ ใน 3Q26 อย่างไรก็ดี การส่งผู้ป่วยจากรัฐบาลคูเวต และซาอุดีอาระเบียคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าหลังสงครามในตะวันออกกลางสงบลง และยังมีโอกาสได้ผู้ป่วยจากรัฐบาลอิรัก ซึ่งจะเป็นตลาดใหม่ของ BH

Quarterly Earnings

(Bt m)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	%QoQ	%YoY
Revenue	6,024	6,513	6,537	6,224	6,251	0.4	3.8
Cost of sales	(2,864)	(3,061)	(3,187)	(3,022)	(2,988)	(1.1)	4.4
Gross profit	3,160	3,452	3,351	3,203	3,263	1.9	3.2
SG&A	(961)	(1,056)	(1,101)	(1,060)	(982)	(7.3)	2.1
Other (exp)/inc							
EBIT	2,199	2,396	2,250	2,143	2,281	6.4	3.7
Finance cost	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5.2)	(39.6)
Other inc/(exp)	129	119	82	87	70	(19.8)	(46.0)
Earnings before taxes	2,326	2,514	2,330	2,229	2,349	5.4	1.0
Income tax	(449)	(464)	(424)	(433)	(442)	2.0	(1.6)
Earnings after taxes	1,877	2,050	1,906	1,796	1,907	6.2	1.6
Equity income	-	-	(1)	-	-	N.A.	N.A.
Minority interest	(22)	(12)	(8)	(10)	(21)	N.A.	N.A.
Earnings from cont. operations	1,855	2,038	1,897	1,786	1,886	5.6	1.7
Forex gain/(loss) & unusual items	3	(3)	(12)	5	3	N.A.	N.A.
Net profit	1,858	2,035	1,885	1,790	1,889	5.5	1.7
EBITDA	2,587	2,784	2,615	2,512	2,351	(6.4)	(9.1)
Recurring EPS (Bt)*	0.74	0.82	0.76	0.72	0.76	5.6	1.7
Reported EPS (Bt)*	0.75	0.82	0.76	0.72	0.76	5.5	1.7
Profits (%)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	52.5	53.0	51.3	51.5	52.2	0.739348	-0.26814
Operating margin	36.5	36.8	34.4	34.4	36.5	2.1	(0.0)
Net margin	30.8	31.2	28.8	28.8	30.2	1.5	(0.6)

Source: company data

คาดการณ์กำไรปี 2026-27 เติบโต +3.6%/3.2% YoY จากการฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติ

- เราคาดการณ์กำไรปี 2026-27 อยู่ที่ 26.0/27.0 พันล้านบาท (+3%/+4%) ตามลำดับ โดยหลักจากการเติบโตของรายได้ผู้ป่วยต่างชาติ ผนวกกับการเปิดรพ. สาขาภูเก็ตใน 3Q27 คาดจะช่วยหนุนรายได้ขึ้นบางส่วน
- คาดการณ์กำไรขั้นต้นปี 2026-27 ที่ 51.9%/51.4% โดยอัตรากำไรขั้นต้นใน 1H26 อยู่ที่ 51.8% ผนวกกับช่วง 2H26 จะเป็น High Season ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นปี 2027 คาดปรับลง -50 bps YoY จากการเปิดสาขาภูเก็ตที่คาดว่าจะยังขาดทุนในช่วงแรก
- คาดการณ์ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ปี 2026-27 อยู่ที่ 4.3/4.5 ล้านบาท ปรับขึ้น +0.9%/+2.5% ตามลำดับ โดยค่าใช้จ่ายปี 2027 คาดปรับขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากการเปิดรพ. สาขาภูเก็ต แม้มีการใช้ผู้บริหารระดับสูงจากสาขาหลัก โดยเราคาดสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ (SG&A/Sales) ลดลงที่ 16.3%/16.1% ในปี 2026-27 จากปี 2025 อยู่ที่ 16.7%

จากสมมติฐานข้างต้น เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2026-27 ที่ 7,803/8,052 ล้านบาท (+3.9%/+3.2%) ตามลำดับ โดยกลุ่มขับเคลื่อนหลักคือผู้ป่วยต่างชาติ ซึ่งกำไรฟื้นตัว YoY ต่อเนื่องหลังจากผู้ป่วย GOP คุเวตหายไปในปี 2024

Stock Update

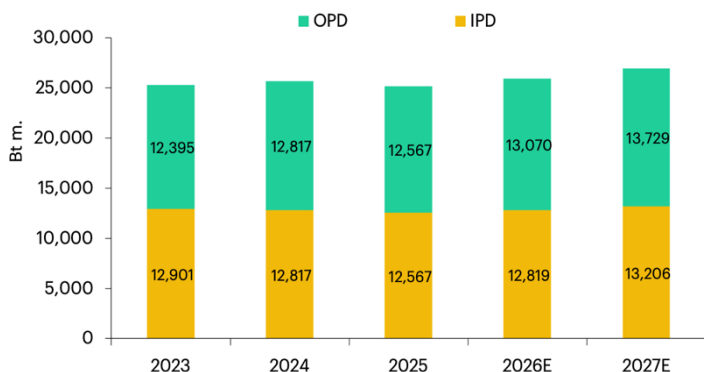
14 SEP 2026

BH

Bumrungrad Hospital PCL

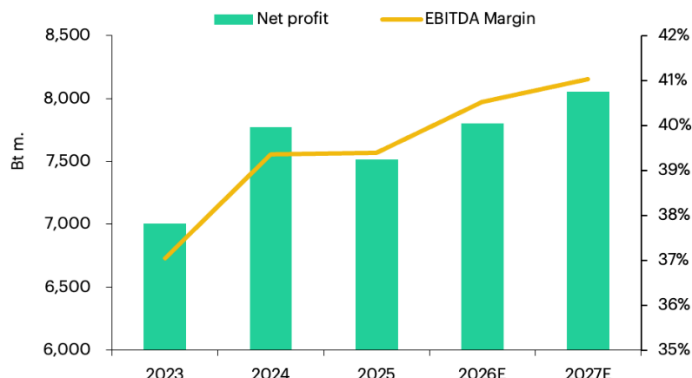
pi

รายได้กลุ่มผู้ป่วยนอก/ใน รายปี



Source: Pi research, company data

รายได้ vs EBITDA Margin รายปี



Source: Pi research, company data

สมมติฐานสำคัญ

	2023	2024	2025	2026E	2027E
Revenue Breakdown					
OPD	12,395	12,817	12,567	13,070	13,729
IPD	12,901	12,817	12,567	12,819	13,206
Gross Profit Margin (%)	49.2%	51.4%	51.8%	51.9%	51.4%
Examination rooms (OPD)	286	286	286	286	311
Total beds (IPD)	537	538	515	515	565

Source: PI research, company data

การประเมินมูลค่า

BH มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรในแต่ละปีที่สม่ำเสมอ เราประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) อิง WACC 8.5% และ Terminal growth 2.0% เนื่องจาก BH ปรับค่ารักษาได้ราว +5% ต่อปี สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีของไทยที่ 1.1% ต่อปี ได้มูลค่าเหมาะสม ณ สิ้นปี 2027 ที่ 220.00 บาท คิดเป็น 21.7x PE'27E ขณะที่ปัจจุบัน BH ซื้อขายที่ 18.8x PE'27E ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 18.4x PE'27E

ข้อมูลอุตสาหกรรมจาก Bloomberg Consensus

Stock	Net Profit (Bt M.)			EPS Growth		PER			PBV		
	2025	2026E	2027E	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
BCH	1,316	1,304	1,373	-2.6%	6.4%	20.6	21.1	19.8	2.1	2.0	2.0
BDMS	15,848	16,299	17,296	2.2%	6.2%	20.0	19.6	18.4	3.1	2.9	2.8
BH	7,512	7,727	7,969	-3.0%	3.4%	20.7	21.3	20.6	5.7	5.0	4.6
CHG	929	1,000	1,053	10.0%	4.9%	18.3	16.7	15.9	2.2	2.1	2.0
PR9	823	855	943	-1.0%	10.8%	18.7	18.9	17.0	2.6	2.4	2.3
Average				1.1%	6.3%	19.7	19.5	18.4	3.1	2.9	2.7

Source: Bloomberg



Pi Securities



@pisecurities



support@pi.financial



www.pi.financial

Investing, simplified.

ปัจจัยเสี่ยง

- **ความเสี่ยงด้านการแข่งขัน**
บริษัทเผชิญการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในตลาดบริการสุขภาพระดับพรีเมียม ทั้งจากคู่แข่งในประเทศและต่างประเทศที่เร่งพัฒนานวัตกรรมและเทคโนโลยีทางการแพทย์ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการรักษาฐานผู้ป่วยเดิม การดึงดูดผู้ป่วยใหม่ และการรักษาความเป็นผู้นำด้านคุณภาพ
- **ความเสี่ยงด้านการพึ่งพิงผู้ป่วยต่างชาติ**
BH มีสัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติสูง จึงมีความเสี่ยงจากความผันผวนของเศรษฐกิจประเทศต้นทาง สถานการณ์ระหว่างประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนค่าเงิน นโยบายการเบิกจ่าย รวมถึงความเสี่ยงด้านลูกหนี้ที่อาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องและกระแสเงินสด
- **ความเสี่ยงด้านบุคลากรทางการแพทย์**
อุตสาหกรรมสุขภาพระดับพรีเมียมต้องพึ่งพามูลค่าบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะทางและทักษะสูง บริษัทจึงเผชิญความเสี่ยงจากการขาดแคลนผู้เชี่ยวชาญ และการแข่งขันแย่งชิงบุคลากรในตลาดแรงงาน

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)						Cashflow Statement (Bt m)					
	2023	2024	2025	2026E	2027E		2023	2024	2025	2026E	2027E
Cash & equivalents	3,774	3,259	7,595	4,685	8,121	CF from operation	7,094	8,671	8,253	8,853	9,137
Accounts receivable	4,408	3,896	4,291	4,328	4,502	CF from investing	(2,429)	(4,985)	198	(5,101)	(1,426)
Inventories	362	356	371	367	386	CF from financing	(3,051)	(4,224)	(4,100)	(6,662)	(4,276)
Other current assets	7,140	9,134	6,524	6,850	7,193	Net change in cash	1,615	(538)	4,352	(2,910)	3,436
Total current assets	15,685	16,645	18,781	16,231	20,202						
Invest. in subs & others	13	130	129	129	129						
Fixed assets - net	13,039	13,388	14,376	18,045	17,772						
Other assets	475	2,490	3,172	3,330	3,497						
Total assets	29,212	32,653	36,459	37,735	41,600						
Short-term debt	-	-	-	-	-						
Accounts payable	1,078	1,149	1,030	1,134	1,192						
Other current liabilities	3,106	2,678	3,056	3,063	3,094						
Total current liabilities	4,184	3,827	4,085	4,198	4,286						
Long-term debt	24	24	23	22	22						
Other liabilities	906	1,001	1,180	1,239	1,300						
Total liabilities	5,114	4,852	5,288	5,459	5,609						
Paid-up capital	795	795	795	795	795						
Premium-on-share	450	450	450	450	450						
Others	68	76	41	41	41						
Retained earnings	22,489	26,167	29,577	30,667	34,366						
Non-controlling interests	297	313	308	323	340						
Total equity	24,098	27,801	31,171	32,276	35,991						
Total liabilities & equity	29,212	32,653	36,459	37,735	41,600						
Income Statement (Bt m)						Valuation					
	2023	2024	2025	2026E	2027E		2023	2024	2025	2026E	2027E
Revenue	25,376	25,718	25,215	25,968	27,014	EPS (Bt)	8.81	9.78	9.45	9.82	10.13
Cost of goods sold	(12,895)	(12,503)	(12,151)	(12,478)	(13,117)	Core EPS (Bt)	8.78	9.81	9.47	9.82	10.13
Gross profit	12,481	13,215	13,064	13,490	13,897	DPS (Bt)	4.50	5.00	11.00	5.89	5.06
SG&A	(4,180)	(4,171)	(4,202)	(4,241)	(4,346)	BVPS (Bt)	30.32	34.97	39.21	40.60	45.27
Other income / (expense)	312	424	461	340	340	EV per share (Bt)	190.78	191.43	185.97	189.63	185.31
EBIT	8,613	9,468	9,323	9,590	9,891	PER (x)	22.2	20.0	20.7	19.9	19.3
Depreciation	1,097	998	1,067	1,137	1,207	Core PER (x)	22.3	19.9	20.7	19.9	19.3
EBITDA	9,710	10,465	10,389	10,726	11,098	PBV (x)	6.4	5.6	5.0	4.8	4.3
Finance costs	(2)	(8)	(7)	(5)	(3)	EV/EBITDA (x)	15.6	14.5	14.2	14.1	13.3
	-	-	-	-	-	Dividend Yield (%)	2.3	2.6	5.6	3.0	2.6
Earnings before taxes (EBT)	8,610	9,459	9,316	9,584	9,888						
Income taxes	(1,583)	(1,604)	(1,737)	(1,725)	(1,780)						
Earnings after taxes (EAT)	7,028	7,855	7,579	7,859	8,108						
Equity income	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)						
Non-controlling interests	(49)	(57)	(52)	(55)	(55)						
Core Profit	6,979	7,798	7,526	7,803	8,052						
FX Gain/Loss & Extraordinary	-	-	-	-	-						
Net profit	6,979	7,798	7,526	7,803	8,052						
EPS (Bt)	8.78	9.81	9.47	9.82	10.13						
Profitability Ratios (%)						Financial Strength Ratios					
	2023	2024	2025	2026E	2027E		2023	2024	2025	2026E	2027E
Gross profit margin	49.2	51.4	51.8	51.9	51.4	Current ratio (x)	3.7	4.3	4.6	3.9	4.7
EBITDA margin	38.3	40.7	41.2	41.3	41.1	Quick ratio (x)	3.7	4.3	4.5	3.8	4.6
EBIT margin	33.9	36.8	37.0	36.9	36.6	Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit margin	27.5	30.3	29.8	30.0	29.8	Net Debt/Equity (x)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.2)
ROA	28.5	25.2	21.8	21.0	20.3	Interest coverage (x)	3,599	1,136	1,407	1,881	2,934
ROE	37.1	30.0	25.5	24.6	23.6	Inventory day (days)	10	10	11	11	11
						Receivable day (days)	63	55	62	61	61
						Payable day (days)	31	34	31	33	33
						Cash conversion cycle	43	32	42	38	38
Growth (% YoY)											
	2024	2025	2026E	2027E							
Revenue	1.3	(2.0)	3.0	4.0							
EBITDA	7.8	(0.7)	3.2	3.5							
EBIT	9.9	(1.5)	2.9	3.1							
Core profit	11.7	(3.5)	3.7	3.2							
Net profit	11.7	(3.5)	3.7	3.2							
EPS	11.7	(3.5)	3.7	3.2							

Source : Company Data, Pi Research

ESG

: SET ESG Rating "A"

Environment Social Governance : Bloomberg Score "5.76"

Environment (Bloomberg Score: 3.39)

- **การจัดการการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ:** ตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Emissions) ภายในปี 2050 โดยในปี 2025 สามารถลดความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อรายได้ลง 4% เมื่อเทียบกับปีฐาน
- **การจัดการพลังงาน:** ติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา (Solar Rooftop) และปรับปรุงระบบทำความเย็นให้มีประสิทธิภาพสูงขึ้น เพื่อเป้าหมายลดการใช้ไฟฟ้าต่อรายได้มากกว่า 5% ภายในปี 2027
- **การจัดการของเสียและน้ำ:** บำบัดน้ำเสีย 100% ก่อนปล่อยคืนสู่ธรรมชาติ และประสบความสำเร็จในการลดปริมาณขยะต่อหน่วยรายได้ลง 11% และลดการใช้น้ำประปาต่อหน่วยรายได้ลง 9%
- **นวัตกรรมสีเขียว:** เป็นโรงพยาบาลเอกชนแห่งแรกในไทยที่นำ "ออกซิเจนคาร์บอนต่ำทางการแพทย์" มาใช้เพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในกระบวนการรักษา

Social (Bloomberg Score: 7.67)

- **ความรับผิดชอบต่อผู้ป่วย:** มุ่งเน้นความปลอดภัยและคุณภาพการรักษาตามมาตรฐานสากล (JCI และ GHA) โดยในปี 2025 ได้รับความพึงพอใจของผู้ใช้บริการสูงถึง 4.75 (จากเต็ม 5)
- **การดูแลพนักงานและสิทธิมนุษยชน:** เคารพความหลากหลายและจ้างงานอย่างเท่าเทียม (DE&I) อัตราการเกิดอุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงานเป็นศูนย์ และได้รับรางวัลเกียรติยศสถานประกอบการดีเด่นด้านแรงงานสัมพันธ์และสวัสดิการแรงงาน 17 ปีซ้อน
- **ความรับผิดชอบต่อชุมชน:** ดำเนินโครงการ "รักษ์ใจไทย" ผ่าตัดเด็กโรคหัวใจพิการแต่กำเนิดผู้ด้อยโอกาสฟรี (สะสม 829 คน) จัดหน่วยแพทย์เคลื่อนที่ "อาสาบำรุงราษฎร์" และมอบอุปกรณ์ทางการแพทย์ให้โรงพยาบาลรัฐห่างไกลมูลค่ากว่า 50.8 ล้านบาท

Governance (Bloomberg Score: 4.58)

- **การกำกับดูแลกิจการที่ดี:** ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) ในระดับ "ดีเลิศ" (5 ดาว) โครงสร้างคณะกรรมการมีความหลากหลาย โดยมีกรรมการอิสระ 50% และมีกรรมการผู้หญิง 33.33%
- **การต่อต้านการทุจริตและการคุ้มครองข้อมูล:** มีนโยบายต่อต้านคอร์รัปชันที่เข้มงวด (ไม่พบการกระทำผิดในปีที่ผ่านมา) และให้ความสำคัญสูงสุดกับการคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล (PDPA) และความมั่นคงปลอดภัยทางไซเบอร์
- **การจัดการห่วงโซ่อุปทาน:** คัดเลือกและประเมินคู่ค้าด้วยเกณฑ์ ESG อัตราการขนส่งยาและเวชภัณฑ์ตรงตามเวลาสูงถึง 99.75% และไม่มีเหตุการณ์ยาหรือเวชภัณฑ์ที่สำคัญขาดแคลน
- **นวัตกรรมทางการแพทย์:** ลงทุนในเทคโนโลยีขั้นสูงอย่างต่อเนื่อง เช่น เครื่อง CT Scan แบบ Photon-counting, หุ่นยนต์ช่วยผ่าตัด Da Vinci Xi และการนำ AI มาช่วยวิเคราะห์ข้อมูลสุขภาพเพื่อการแพทย์แม่นยำ

ความเห็น: BH แนวทาง ESG ที่โดดเด่นด้วยการผสานเทคโนโลยีการแพทย์ระดับโลกเข้ากับความรับผิดชอบต่อสังคมอย่างเป็นรูปธรรม สะท้อนถึงการเติบโตอย่างยั่งยืนบนรากฐานธรรมาภิบาลที่แข็งแกร่ง และการใส่ใจผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2025

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

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ พาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	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	na.	na.

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 which 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.

Stock Rating Definition

BUY	The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
HOLD	The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
SELL	The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านการปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชั่งน้ำหนักอย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้งายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย

SET ESG RATING 2025 (As of 12 JUNE 2026)

Ratings : AAA

AAV	ACE	ADVANC	AJ	AMATA	AMATAV	ASW	AWC	BAM	BANPU	BAY
BBGI	BBL	BDMS	BEM	BGC	BGRIM	BJC	BKIH	BTG	CENTEL	CKP
CPALL	CPAXT**	CPF	CPN	CRC	DITTO	EASTW	FPI	FPT	GLOBAL	GPSC
GUNKUL	HANA	HENG	HMPRO	III	ILM	IVL	KBANK	KCG	KJL	KKP
KTB	KTC	CH	LOXLEY	MAJOR	MBK	MC	M-CHAI	MFEC	MTI	NER
NOBLE	OR	ORI	OSP	PB	PLANB	PRO	PSH	PTG	PTT	PTTEP
PTTGC	RATCH	S	S&J	SABINA	SAT	SC	SCB	SCC	SCG	SCGP
SIRI**	SJWD	SKY	SNP	STA	STECON	STGT	SVOA	TEAMG	TEGH	TFMAMA
THCOM	TISCO	TMT	TOA	TOP	TPBI	TTA	TTB	TTW	TVO	VNG
WHA	WHAUP									

Ratings : AA

ADB	AKP	AOT	AP	ASK	ASP	AURA	BCH	BLA	BRI	BTS
CBG	CIVIL	CK	CMAN	COLOR	COM7	DMT	DRT	EGCO	EPG	ETC
GFPT	GULF	HTC	ICHI	ILINK	IT	ITTHI	JMART	KCE	KUMWEL	LHFG
MINT	MODERN	MOSHI	MSC	MTC	NVD	NYT	PCC	PRM	PSL	QTC
RBF	SA	SAWAD	SCCC	SCGD	SELIC	SFLEX	SHR	SMPC	SNNP	SPALI
SPI	SSP	SUTHA	SYNEX	TASCO	TCAP	TCMC	TGH	THANI	TIPH	TKS
TLI	TOG	TPAC	TIIPP**	TRUBB	TSC	TU	UAC	UBE	VIH	WICE
XO	ZEN									

Ratings : A

AEONTS	ALLA	ALT	ALUCON	BA	BH	BLC	CFRESH	CHAO	CHASE	CHG
CM	CPL	CREDIT	ERW	GABLE	HARN	HUMAN	INSET	IRC	ITC	JMT
KSL	M	MGC	MOONG	NEO	PHOL	PLUS	PM	PPS	PQS	PROUD
PRTR	PSP	Q-CON	QLT	SAK	SAPPE	SCAP	SEAFCO	SEAOIL	SENA	SENX
SGC	SICT	SITHAI	SKR	SNC	SPC	SSSC	SYMC	TAN	TBN	TGE
THANA	THIP	THREL	TPA	TPCS	TQM	TRU	TWPC	UPF	UPOIC	VIBHA
WPH	YUASA									

Ratings : BBB

AKR	ASIMAR	CSC	J	LEO	MEGA	NL	PRIN	SE	SO	SPRC
SUN	TMILL	TSTH	WP							

ระดับคะแนน	SET ESG Ratings
90 - 100	AAA
80 - 89	AA
65 - 79	A
50 - 64	BBB

ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนเท่านั้น มิใช่การให้คำแนะนำด้านการลงทุนหรือความเห็นด้านกฎหมาย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้ให้การรับรองในความถูกต้องของข้อมูลหรือในเรื่องของการใช้งานที่ตอบสนองวัตถุประสงค์เฉพาะอื่นใด รวมทั้งไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้น อันเนื่องมาจากการนำข้อมูลไม่ว่าส่วนหนึ่งส่วนใดหรือทั้งหมดไปใช้หรืออ้างอิงหรือเผยแพร่ไม่ว่าในลักษณะใดๆ นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลง แก้ไข เพิ่มเติมข้อมูลไม่ว่าส่วนหนึ่งส่วนใดหรือทั้งหมด รวมทั้งเปลี่ยนแปลงผล SET ESG Rating ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด

หมายเหตุ: ** ผู้ใช้ SET ESG Ratings ควรตรวจสอบข้อมูลในประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม หรือบรรษัทภิบาลของบริษัทเป็นการเพิ่มเติม แหล่งที่มา : SET ESG RATINGS : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย - ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน (Setsustainability.com)