

โรงพยาบาลนานาชาติที่มี ROE สูงที่สุดในกลุ่ม

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ BH ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” มูลค่าพื้นฐาน 192 บาท เนื่องจาก 1) BH เป็นโรงพยาบาลนานาชาติชั้นนำที่มีรายได้ต่อหัวสูง หนุนอัตราค่าโรเบียงแกร่ง 2) โอกาสการเติบโตจากความต้องการในตลาดที่สูง ล้อไปกับการขยายตัวของ Medical Tourism และ 3) แนวโน้มค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพต่อคนคาดโตตามการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ โดย BH มีกำหนดการเปิดให้บริการโรงพยาบาลภูเก็ต รองรับอุปสงค์กลุ่มนักท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ และ Wellness มากขึ้น โดยเราประเมินกำไรสุทธิปี 2026-27 เติบโตที่ 2% / 4% จากคาดการณ์ต่างชาติ พื้นตัวและ กำหนดเปิดโรงพยาบาลใหม่ ขณะที่ราคาซื้อขาย PE'26 น่าสนใจที่ 18x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีบริษัทเอง และกลุ่มโรงพยาบาล

รายงานกำไรสุทธิ 1Q26 เติบโต 3% YoY

กำไรสุทธิ 1Q26 เติบโตอยู่ที่ 1.8 พันล้านบาท (+3% YoY, -5% QoQ) ด้วยรายได้หลักรายงานที่ 6.2 พันล้านบาท (+1% YoY, -5% QoQ) ะลอตัว QoQ ตามปัจจัยฤดูกาลช่วงรอมฎอน ทั้งนี้รายได้ต่างชาติยังคงเติบโตที่ 4.1 พันล้านบาท (+4.2% YoY) ทดแทนรายได้กลุ่มคนไทยที่อ่อนตัวลง 3.6% YoY แม้ในเดือนมีนาคมจะมีสงครามตะวันออกกลางก็ตาม โดยจำนวนผู้ป่วย ตะวันออกกลาง / เมียนมาร์ / บังคลาเทศ เติบโตที่ 21% / 15% / 25% ตามลำดับ ขณะที่อัตราค่าโร EBITDA Margin ใน 1Q26 ยังคงแข็งแกร่งที่ 40% (+1 ppts YoY)

ปัจจัยหนุนผลประกอบการปี 2026-27

- เรามองผลประกอบการปี 2026-27 มีโอกาสเติบโตที่ 2% / 4% ตามลำดับ โดยในปี 2026 แม้ผลกำไรจะได้รับแรงกดดันจากการสิ้นสุดสิทธิประโยชน์ทางภาษี (BOI) แต่คาดว่าบริษัทจะสามารถชดเชยได้ด้วยการปรับขึ้นค่าบริการเฉลี่ยราว 4% ประกอบกับการขยายตัวของกลุ่มผู้ป่วยโรคซับซ้อน (Intensity) และการฟื้นตัวของปริมาณผู้ป่วยต่างชาติ
- ขณะที่ปี 2027 คาดกำไรสุทธิจะขยายตัวเด่นชัดขึ้น จากการฟื้นตัวของกลุ่มผู้ป่วยส่งต่อตะวันออกกลางหลังสถานการณ์ความไม่สงบคลี่คลาย นอกจากนี้ยังได้รับอานิสงส์จากรายได้ที่เติบโตหลังเปิดดำเนินงานโรงพยาบาลแห่งใหม่ที่ภูเก็ตในช่วงครึ่งปีหลัง

คาดการณ์รับรู้ความกังวลสงครามตะวันออกกลาง

เรามองผลประกอบการใน 2H26 มีแนวโน้มฟื้นตัวจากอุปสงค์ค้าง ผู้ป่วยตะวันออกกลางหลังสิ้นสุดช่วงรอมฎอน และสงครามตะวันออกกลาง โดยคาดผู้ป่วย Fly-in จะเร่งตัวขึ้นสอดคล้องกับการประกาศเพิ่มเส้นทางบินในช่วงที่ผ่านมา อีกทั้งกำหนดการส่งต่อผู้ป่วย Guarantee of Payment (GoP) ที่ถูกชะลอความคืบหน้าชัดเจนขึ้นใน 2H26

เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยแนะนำ “ซื้อ”

ประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 192 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ด้วยสมมติฐาน COE 9.3% และ TG 3% เป้าเทียบเป็น PE ที่ 21x โดยคาดซื้อขาย EV/EBITDA'26 ที่ 12x ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงพยาบาล (Bloomberg consensus) ขณะที่ซื้อขาย PE'26 ที่ 18x (-0.5SD) ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีของบริษัทเองที่ 30x และ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงพยาบาลที่ 20x

BUY

Fair price: Bt 192.00

Upside (Downside): 12.6%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	BH TB
Current Price (Bt)	170.50
Market Cap. (Bt m)	135,144
Shared Issued (mn)	796
Par Value (Bt)	0.10
52 Week High / Low (Bt)	214.00 / 130.00
Foreign Limit / Actual (%)	49.00 / 31.09
NVDR Shareholders (%)	10.63
Free Float (%)	72.04
Number of Retail Holders	18,537
Dividend Policy (%)	>50% of Net Profit
Industry	Services
Sector	Health Care Services
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	N.A.
SET ESG Ratings	A

Major Shareholders

18 Mar 26

Thai NVDR Company Limited	10.63
Bangkok Insurance PCL	9.96
UOB Kay Hian (Hong Kong) - Client	7.78
Bangkok Bank PCL	6.70
South East Asia UK (Type C) Nominees	3.56

Key Financial Summary

Year End Dec	2024	2025	2026E	2027E
Revenue (Bt m)	25,634	25,134	25,574	26,590
Core profit (Btm)	7,797	7,526	7,655	7,967
Net Profit (Bt m)	7,775	7,512	7,655	7,967
NP Growth (%)	11.0	(3.4)	1.9	4.1
EPS (Bt)	9.77	9.44	9.62	10.01
PER (x)	17.45	18.06	17.72	17.03
BPS (Bt)	34.94	39.17	43.85	48.83
PBV (x)	4.88	4.35	3.89	3.49
DPS (Bt)	5.00	11.00	5.10	5.31
Div. Yield (%)	2.9	6.5	3.0	3.1
ROA (%)	25.1	21.7	19.8	18.5
ROE (%)	30.3	25.7	23.4	21.8

Source: Pi Estimated

Analyst: Tanadech Rungsritthanon

Registration No. 017926

Email: tanadech.ru@pi.financial

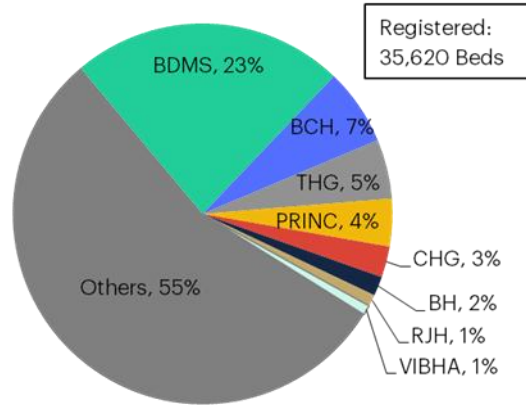
Assistant: Pakjira Manatangsakunkit

ผู้นำโรงพยาบาลนานาชาติของประเทศไทย หนุนรายได้ต่อหัว และอัตรากำไรแข็งแกร่ง

BH เป็นผู้ให้บริการทางการแพทย์ที่มีฐานผู้ป่วยนานาชาติสูง คิดเป็นสัดส่วน 67% ของรายได้หลักในปี 2025 ประกอบกับรูปแบบธุรกิจที่เน้นการรักษาโรคที่มีความซับซ้อนสูง และเน้นส่งเสริมความเชื่อมั่นต่อคุณภาพการรักษา ด้วยอัตราจำนวนแพทย์ต่อเตียงที่ 2.1x สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มโรงพยาบาลในตลาดที่ 1.3x หนุนให้ BH ครองตำแหน่งผู้นำโรงพยาบาลที่มีมาตรฐานระดับสากลของประเทศไทย และถูกจัดอันดับที่ 96 เป็นโรงพยาบาลที่ดีที่สุดในโลกจาก Newsweek

โดยเอื้อให้ BH มีโครงสร้างรายได้ต่อหัวที่สูง ประกอบกับ Single-Campus Model หนุนอัตรากำไรที่แข็งแกร่งกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มโรงพยาบาล EBITDA Margin ในปี 2025 ที่ 41% สูงกว่าค่าเฉลี่ยคู่แข่งที่ 24% (BCH, BDMS, CHG, PR9, RJH, VIBHA และ VIH) และ ROE ที่ 26% สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 12% โดยแม้กลุ่มผู้ป่วยส่งต่อตะวันออกกลางที่ผ่านความร่วมมือของภาครัฐจะยังไม่ฟื้นตัว แต่กลุ่ม Self-pay ก็ยังใช้บริการอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับกำหนดการเปิดโรงพยาบาลใหม่ภูเก็ทใน 2H27 คาดปี 2026-27 กำไรสุทธิเติบโตที่ 2% / 4% ตามลำดับ

ส่วนแบ่งเตียงโรงพยาบาลเอกชนปี 2025



*Including beds registered in hospitals held under subsidiaries
Source: National Statistical Office (NSO), company data

อัตราส่วนแพทย์ต่อเตียงปี 2025

Hospital	Licensed Beds	No. of Physicians	Ratio
BCH	2,323	1,858	0.8
BDMS	9,345	13,505	1.4
BH	580	1,200	2.1
CHG	938	700	0.7
PR9	204	500	2.5
PRINC	1,300	2,328	1.8
RJH	360	250	0.7
THG	1,767	1,000	0.6
VIBHA	300	600	2.0
VIH	400	450	1.1
Peers Average			1.3

Source: Pi research, Company data

การขยายตัวของผู้ป่วยต่างชาติเป็นโอกาสสู่การเป็นศูนย์กลางทางการแพทย์ของโลก

ประเทศไทยเป็นหนึ่งในประเทศที่มีศักยภาพในการเป็นศูนย์กลางทางการแพทย์ (Medical Hub) ของโลก อ้างอิงจากผลสำรวจของ Medical Tourism Index (MTI) ที่จัดประเทศไทยอยู่ในลำดับที่ 17 จากประเทศทั่วโลกเป็นที่ยอมรับมากที่สุดด้วย 3 ปัจจัยหลัก ได้แก่

1) ค่าใช้จ่ายบริการเพื่อสุขภาพที่น่าดึงดูด : เมื่อเทียบกับประเทศที่มีชื่อเสียงด้านการรักษาในตลาดสากล อิงจากค่าใช้จ่ายเริ่มต้นในการพบแพทย์ทั่วไปของโรงพยาบาลเอกชนสำหรับผู้ป่วยต่างชาติ ประเทศไทยมีค่าใช้จ่ายบนสกุลเงินเหรียญสหรัฐต่ำกว่าตลาดถึง 3.4x ต่ำที่สุดเป็นอันดับ 4 จากกลุ่มตัวอย่าง 20 ประเทศบนผลสำรวจเดียวกัน

2) เทคโนโลยีด้านการรักษาที่ทันสมัย และการบริการที่ดี : ด้วยจำนวนโรงพยาบาลและห้องปฏิบัติการที่ผ่านมาตรฐาน JCI (Joint Commission International) จำนวน 65 แห่ง สูงสุดในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และติดอันดับที่ 4 ของโลก (อันดับรองลงมาจากราชสีห์ผ่านเกณฑ์ราว 65-70 แห่ง และสูงกว่าจีนที่ 44-46 แห่ง ทั้งนี้จีนเคยมีมากถึง 84 แห่งในปี 2020 ลดลงเนื่องจากสถาบันทางการแพทย์ของจีนลดการใช้จ่ายมาตรฐานท้องถิ่นแทน) ซึ่ง BH เป็นผู้นำที่ได้รับการรับรองจาก JCI เป็นแห่งแรกในเอเชีย

และ 3) สิ่งแวดล้อมที่เหมาะสมแก่การพักผ่อน หรือการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ : ปัจจุบัน BH มีโรงพยาบาลเพียง 1 สาขาตั้งอยู่ในย่านธุรกิจกรุงเทพฯ ตอบโจทย์ทั้งการรักษาและไลฟ์สไตล์คนเมือง ทั้งนี้กำหนดเปิดสาขาภูเก็ตใน 2H27 เพื่อเจาะกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติที่ต้องการพักผ่อนในเมืองตากอากาศ การขยายตัวครั้งนี้คาดว่าจะช่วยลดข้อจำกัดด้านพื้นที่ และสร้างโอกาสทางการแข่งขันในกลุ่มการพักผ่อนเชิงสุขภาพ (Wellness & Recovery) ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

โดยเรามองการเติบโตของ Medical Tourism หรือนักท่องเที่ยวเชิงการแพทย์มีแนวโน้มขยายตัวในทิศทางเดียวกับการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวรวมโดยมีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ที่สูง 0.9* ประกอบกับอัตราความยืดหยุ่นของการเติบโต (Growth Elasticity) ที่ 1.1* สะท้อนการเติบโตของนักท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ที่มีอัตราการเติบโตสูงกว่านักท่องเที่ยวโดยรวม มองเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มเติบโตได้ดีลู่ไปกับสภาพสังคมผู้สูงอายุ และภาคการท่องเที่ยวไทยที่มีแนวโน้มกลับมาฟื้นตัว

ในปี 2025 BH มีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติอยู่ที่ 67% ซึ่งยอดการรักษาของต่างชาติลดลง 1% YoY เนื่องจาก 1) ผู้ป่วยส่งต่อจากตะวันออกกลางยังไม่กลับมา โดยบางส่วนที่ยังมารับการรักษาที่ BH ไม่ใช่กลุ่มผู้ป่วยส่งต่อของรัฐ แต่นับเป็นกลุ่ม Self-pay และ 2) มีปัจจัยลบกระทบต่อภาคการท่องเที่ยว ส่งผลให้การท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ชะลอตัว ทั้งนี้ในปี 2026 คาดการณ์ฟื้นตัวของชาวต่างชาติเข้าจากฐานต่ำ และคาดการณ์ฟื้นตัวของผู้ป่วยตะวันออกกลางใน 2H26 หลังสงครามตะวันออกกลางลดความตึงเครียด

ประชากรไทยมีกำลังจ่ายปานกลางในการเข้าพบแพทย์เอกชน แต่เป็นระดับที่น่าดึงดูดสำหรับต่างชาติ

Perspective on Medical Service Cost			Foreigner		Local	
MTI Perception Ranking*	Focused Country	Local Currency	Average Private Doctor / 15 Minutes Visit	Cost in USD**	Average Cost / Meal with a Drink in the Business District	Times (x)
1	Canada	CAD	132	96.4	25	5.3
2	Singapore	SGD	111	86.7	15	7.4
3	Japan	JPY	6,000	37.6	1,031	5.8
4	Spain	EUR	56	65.1	18	3.1
5	UK	GBP	61	82.4	15	4.1
10	India	INR	1,138	12.1	369	3.1
15	South Korea	KRW	200,000	134.9	11,240	17.8
16	Taiwan	NTD	1,700	54.0	150	11.3
17	Thailand	THB	700	21.5	100	7.0
33	China	RMB	107	15.7	37	2.9
46+	USA	USD	168	168.0	20	8.4
Peers Average of 20 Countries				72.1		6.5

*MTI ranking based on Americans perception survey of each country environment, medical tourism industry, quality and facilities.

**Exchange rate as of 24 April 2026

Source: Pi research, Medical Tourism Index (MTI), Expatistan Cost of Living

แนวโน้มค่าใช้จ่ายเพื่อสุขภาพต่อคนที่เติบโตจากการขยายตัวของสังคมผู้สูงอายุ

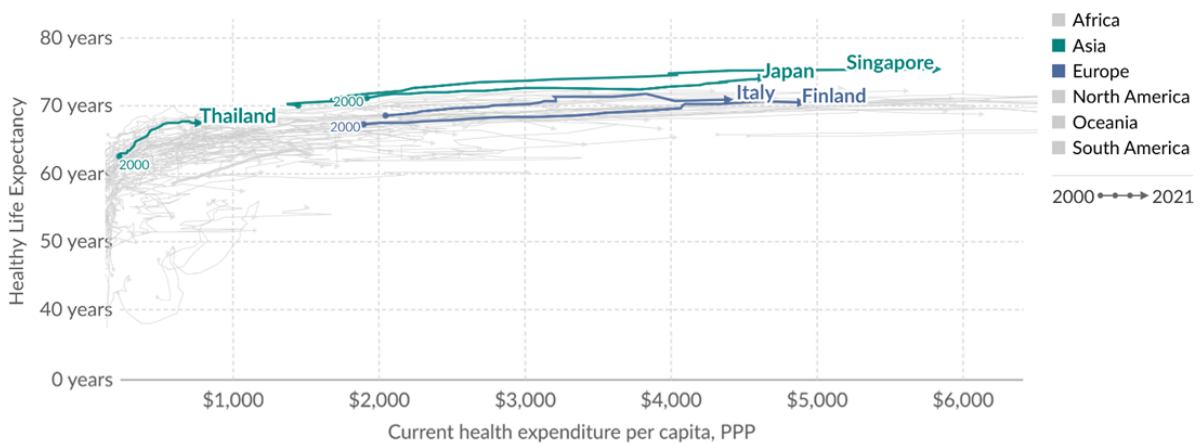
ปัจจุบันประเทศไทยมีสัดส่วนผู้สูงอายุชาวไทยที่อายุมากกว่า 60 ปีอยู่ที่ราว 20% ของประชากรทั้งหมด และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 31% ภายในปี 2042 อิงจากประมาณการของสำนักอนามัยผู้สูงอายุ โดยเมื่อเราพิจารณาค่าใช้จ่ายเพื่อสุขภาพต่อคน และค่าเฉลี่ยอายุขัยของประชากรในประเทศที่ยาวขึ้น ผ่านตัวอย่างของประเทศที่มีลักษณะของสังคมผู้สูงอายุ เช่น ญี่ปุ่น อิตาลี ฟินแลนด์ และ สิงคโปร์ พบว่ามีอัตราการเติบโตไปในทิศทางเดียวกัน ดังนั้นเราจึงมองว่าธุรกิจเพื่อสุขภาพในไทยมีโอกาสเติบโตที่สูง จากค่าใช้จ่ายเชิงสุขภาพที่มากขึ้นผ่านการขยายตัวของสังคมผู้สูงอายุ โดย 3 อันดับเมืองที่ชาวต่างชาติวัยเกษียณ Medical & Retirement ให้ความสนใจมากที่สุดในประเทศไทย (อิงจาก Numbeo และ Forbes) คือ

- 1) เชียงใหม่ : ติดอันดับ 1 ในเอเชีย และอันดับ 3 ของโลก จาก Health Care Index ปี 2026 จุดเด่นคือมีค่าครองชีพต่ำกว่ากรุงเทพฯ 30-40% และชุมชนที่เน้นความเงียบสงบ
- 2) กรุงเทพฯ : เป็นศูนย์กลางการแพทย์ทันสมัย เน้นความสะดวกสบาย และบริการระดับบน โดยเฉพาะการเข้าถึงโรงพยาบาลเฉพาะทางที่รวดเร็ว ด้วยดัชนี Health Care Index ที่ 77 หรืออันดับที่ 36 ของโลก โดย BH ได้คะแนนความพึงพอใจสูงถึง 91.8% (อิง Newsweek ร่วมกับ Statista) ซึ่งเป็นโรงพยาบาลเดียวในไทยที่ติด 100 อันดับแรกของโลกต่อเนื่องเป็นปีที่ 2
- 3) ภูเก็ต : ตอบโจทย์กลุ่มผู้ป่วยที่ต้องการไลฟ์สไตล์แบบเมืองตากอากาศที่มีโครงสร้างพื้นฐานครบครันเทียบเท่ากรุงเทพฯ แต่ไม่มีคะแนนจาก Health Care Index แต่มีจำนวนชาวต่างชาติพำนักระยะยาว (Expats) ราว 1-1.15 แสนคน คิดเป็น 23-27% ของประชากรที่มีทะเบียนราษฎรทั้งหมดในจังหวัด (อิงจาก สำนักงานสถิติจังหวัดภูเก็ต 2025)

โดยใน 2H27 BH มีแผนเปิด Bumrungrad International Hospital Phuket ในเขตไม้ขาว ใกล้กับสนามบินภูเก็ต โดยตามกำหนดการ Phase 1 มีจำนวน 120 เตียง ขณะที่ Phase 2 มีแผนเปิดเพิ่มอีก 92 เตียงในปี 2032 หุ่นความสามารถรองรับผู้ป่วยต่างชาติมากขึ้น

* ข้อมูลอ้างอิงปี 2017-23 ไม่รวมรอบปี 2024-25 เนื่องจากมาตรฐานข้อมูลรายได้การท่องเที่ยวเชิงการแพทย์รวม Wellness & Medical ทำให้สูงขึ้นเป็นพิเศษ สอดคล้องกับจำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2025 ที่ได้รับแรงกดดันจากปัจจัยระยะสั้น ทั้งนี้หากคิดรวมปี 2017-2025 จะมีค่า Correlation ที่ 0.5 และ Growth Elasticity ที่ 1.6 ยังคงสะท้อนการเติบโตของการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ที่สอดคล้องกัน และเติบโตสูงกว่าการท่องเที่ยวรวม

ค่าใช้จ่ายทางการแพทย์สูงขึ้น ตามการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ



Source: Our World in Data, Institute for Health Metrics and Evaluation (IHME), Global Burden of Disease (2024)

แบบอาคาร Bumrungrad International Phuket



Source: Company data

ประวัติบริษัท

บริษัทก่อตั้งตั้งแต่ปี 1980 โดยคุณชัย โสภณพานิช ร่วมกับกลุ่มนักลงทุน และแพทย์ผู้เชี่ยวชาญ ซึ่งเป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจให้บริการด้านสุขภาพครอบคลุมลูกค้าทั้งผู้ป่วยไทย และต่างชาติ โดยมุ่งเน้นกลุ่มลูกค้าต่างชาติเป็นหลัก คิดเป็นสัดส่วนรายได้ร้อยละ 67 ในปี 2025 โดยปัจจุบันมีโรงพยาบาลเพียง 1 แห่งที่สุขุมวิท ซอย 3 ซึ่งมีสัดส่วนแพทย์ต่อเตียงที่สูง สอดคล้องกับนโยบายที่มุ่งเน้นบริการคุณภาพ และการรักษาโรคซับซ้อนระดับตติยภูมิ (Quaternary Care) ยกระดับสถานพยาบาลสู่ Global Medical Destination ด้วยมาตรฐาน JCI แห่งแรกในเอเชีย

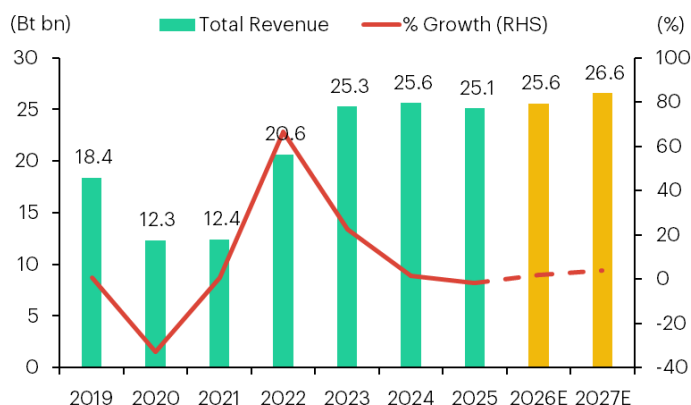


ประมาณการและสมมติฐานสำคัญ

- เราประเมินกำไรสุทธิของ BH เติบโต 2% / 4% ในปี 2026-27 ตามลำดับ (+3% CAGR) เนื่องจาก 1) คาดรายได้ต่างชาติฟื้นตัวใน 2026 หลังจำนวนนักท่องเที่ยวเติบโตจากฐานต่ำ 2) มองผู้ป่วยตะวันออกกลางมีโอกาสฟื้นตัวใน 2H26 ทั้งนี้ใน 1H26 คาดได้รับแรงกดดันจากการยกเลิกเที่ยวบินช่วงสงครามในวันออกกลาง และ 3) คาดรายได้ผู้ป่วยโรคซับซ้อน (High Intensity) ยังแข็งแกร่ง หนุนอัตรากำไร EBITDA Margin ทรงตัวที่สูง ขณะที่ในปี 2027 คาดเติบโตสูงขึ้นหนุนจากการเปิดโรงพยาบาลใหม่ที่ภูเก็ต มองมีโอกาสรองรับผู้ป่วยได้มากขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มนักท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ และ Expat ในพื้นที่
- เราประเมินว่าอัตรากำไร EBITDA Margin จะทรงตัวแข็งแกร่งที่ราว 41-42% ในปี 2026-27 โดยคาด SG&A ต่อรายได้ที่ 17% จากการควบคุมค่าใช้จ่ายที่ต่อเนื่อง

ประมาณการต่อประเภทรายได้ การเติบโต และอัตรากำไรสุทธิ

Revenue Breakdown by Business					
Value (Bt m)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Hospital Operation	25,296	25,634	25,134	25,574	26,590
Total Revenue	25,296	25,634	25,134	25,574	26,590
Sales Growth, Gross Profit Margin, SG&A					
Growth and Margin (%)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Revenue Growth	22.5	1.3	(2.0)	1.7	4.0
Gross Profit Margin	49.0	51.2	51.7	51.7	51.7
SG&A to Sales	16.5	16.3	16.7	16.8	17.0
Net Profit Growth	41.9	11.0	(3.4)	1.9	4.1

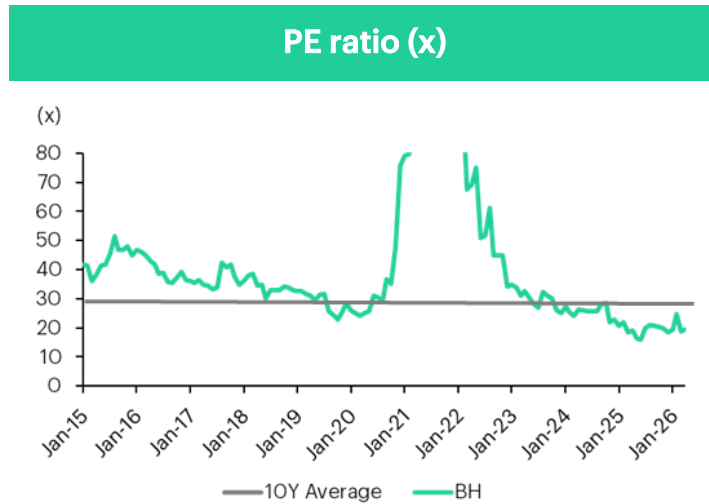


Source: Pi research, Company data

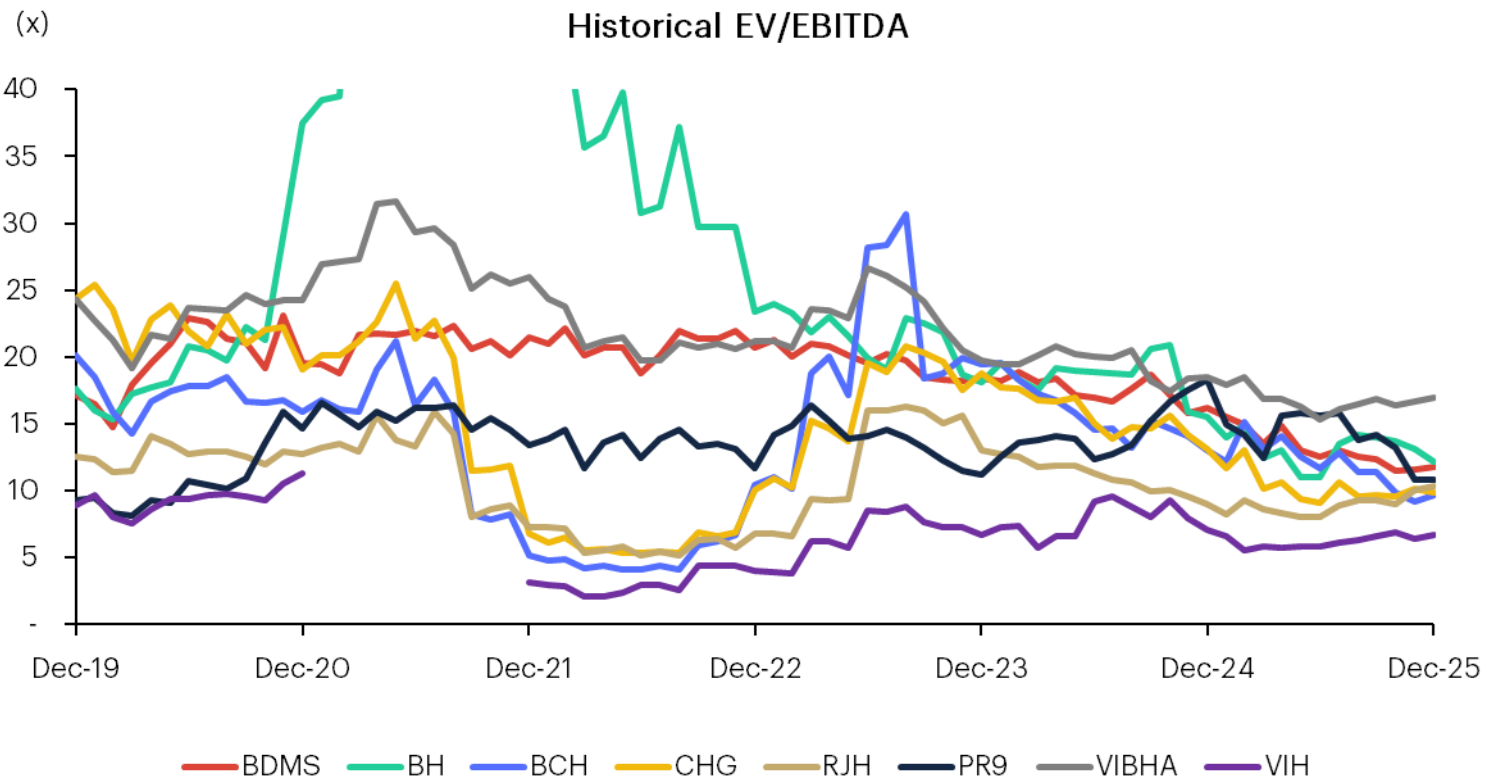
Source: Pi research, Company data

การประเมินมูลค่าหุ้น

- เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ BH ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” มูลค่าพื้นฐาน 192 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ด้วยสมมติฐานต้นทุนเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ที่ 9.3% และการเติบโตระยะยาว (TG) 3% เทียบเป็น PE ที่ 20x
- โดย EV/EBITDA'26 ชื่อขายที่ 12x ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงพยาบาล อิงจาก Bloomberg consensus (BCH, BDMS, CHG, PR9, RJH, VIBHA และ VIH) แต่ชื่อขาย PE'26 ที่ 18x (-0.5 SD) ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีที่ไม่รวมช่วง Covid-19 ของทั้งบริษัทเองที่ 30x และ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 20x



Source: Pi research, Company data, Bloomberg



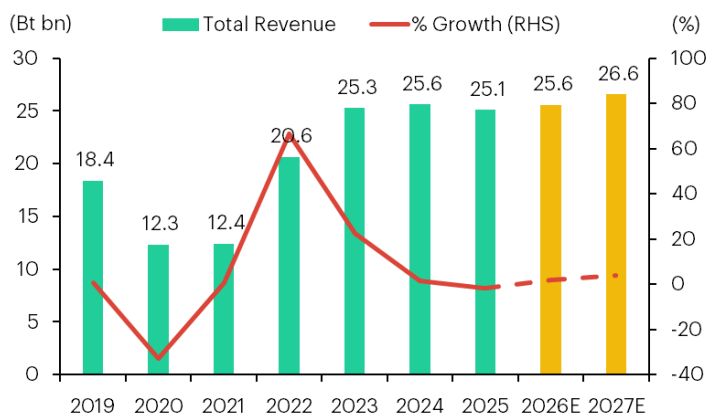
Source: Pi research, Bloomberg

Earnings Review

(Bt m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	%QoQ	%YoY
Revenue	6,120	6,005	6,492	6,517	6,204	(4.8)	1.4
Cost of sales	(3,040)	(2,864)	(3,061)	(3,187)	(3,022)	(5.2)	(0.6)
Gross profit	3,080	3,141	3,431	3,331	3,182	(4.5)	3.3
SG&A	(1,084)	(961)	(1,056)	(1,101)	(1,060)	(3.7)	(2.2)
Other (exp)/inc	67	77	69	21	25	18.2	(62.7)
EBIT	2,064	2,256	2,444	2,251	2,148	(4.6)	4.1
Finance cost	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	(4.9)	(30.1)
Other inc/(exp)	84	72	71	81	82	2.0	(2.3)
Earnings before taxes	2,146	2,326	2,514	2,330	2,229	(4.4)	3.9
Income tax	(400)	(449)	(464)	(424)	(433)	2.1	8.3
Earnings after taxes	1,746	1,877	2,050	1,906	1,796	(5.8)	2.9
Equity income	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	0.2	2,845.5
Minority interest	(10)	(22)	(12)	(8)	(10)	19.8	(1.0)
Earnings from cont. operations	1,736	1,855	2,038	1,898	1,785	(5.9)	2.9
Forex gain/(loss) & unusual items	(2)	3	(3)	(12)	5	(138.7)	N.M.
Net profit	1,734	1,858	2,035	1,885	1,790	(5.1)	3.2
EBITDA	2,404	2,587	2,784	2,615	2,486	(5.0)	3.4
Recurring EPS (Bt)*	2.18	2.33	2.56	2.38	2.24	(5.9)	2.9
Reported EPS (Bt)*	2.18	2.33	2.56	2.37	2.25	(5.1)	3.2
Profits (%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	50.3	52.3	52.9	51.1	51.3	0.2	1.0
Operating margin	33.7	37.6	37.6	34.5	34.6	0.1	0.9
Net margin	28.3	30.9	31.3	28.9	28.9	(0.1)	0.5

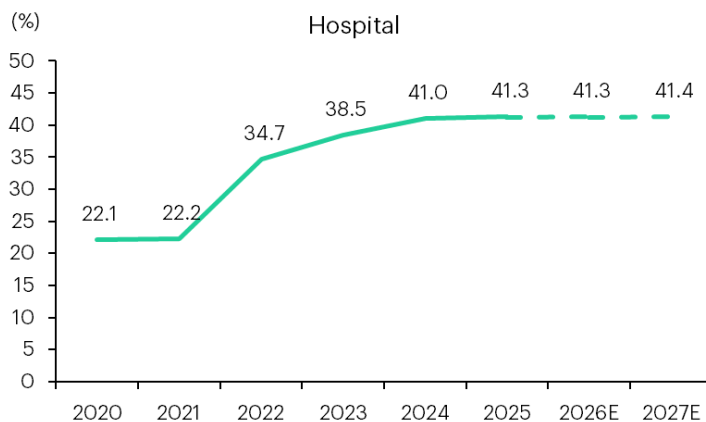
Source: Pi research, Company data

ประมาณการรายได้รวม



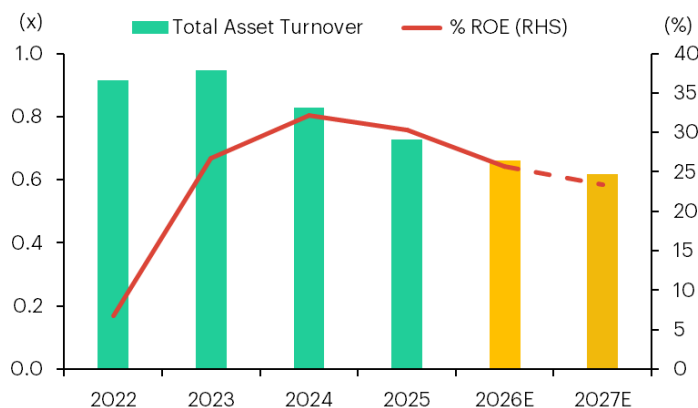
Source: Pi research, Company data

EBITDA Margin



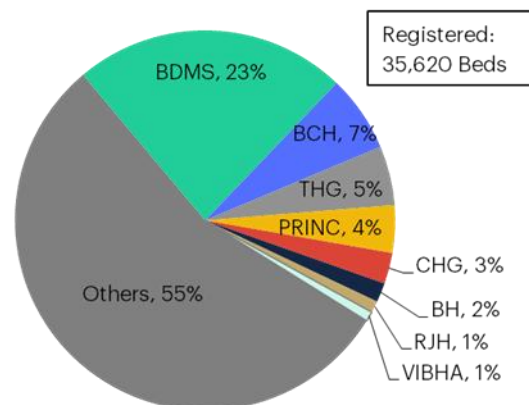
Source: Pi research, Company data

ROE



Source: Company data

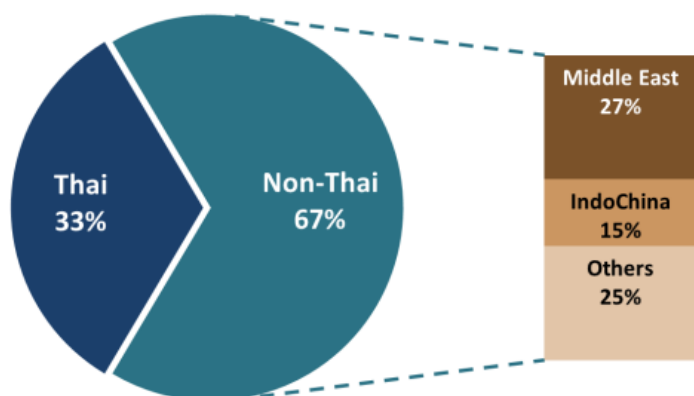
ส่วนแบ่งการตลาด ตามเตียงทั้งหมดของเอกชน



*Including beds registered in hospitals held under subsidiaries

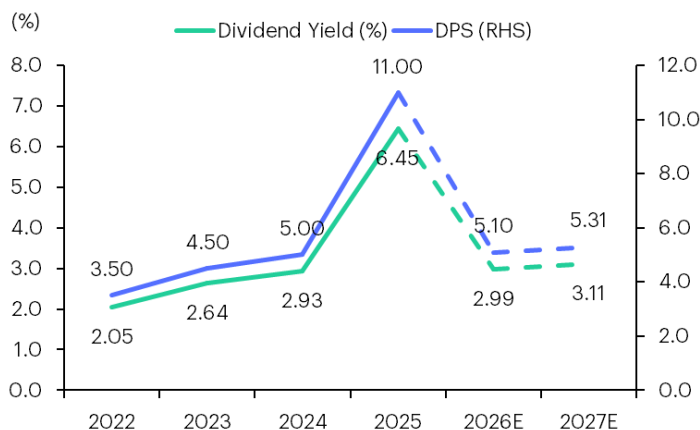
Source: Company data

สัดส่วนรายได้สุทธิจากผู้ป่วยจำแนกตามสัญชาติ



Source: Company data

อัตราผลตอบแทนเงินปันผล



Source: Pi research, Company data

Summary Financials

Balance Sheet (Bt m)						Cashflow Statement (Bt m)					
	2023	2024	2025	2026E	2027E		2023	2024	2025	2026E	2027E
Cash & equivalents	10,745	12,113	13,948	17,318	20,587	CF from operation	7,094	8,671	8,253	8,449	8,404
Accounts receivable	4,408	3,896	4,291	4,285	4,464	CF from investing	(2,429)	(4,985)	198	(1,180)	(1,180)
Inventories	362	356	371	370	401	CF from financing	(3,051)	(4,224)	(4,100)	(3,899)	(3,956)
Other current assets	169	280	171	176	181	Net change in cash	1,615	(538)	4,352	3,370	3,268
Total current assets	15,685	16,645	18,781	22,149	25,632						
Invest. in subs & others	13	130	129	129	129						
Fixed assets - net	12,302	12,632	13,578	13,611	13,611						
Other assets	1,212	3,246	3,969	4,894	6,050						
Total assets	29,212	32,653	36,459	40,783	45,423						
Short-term debt	-	-	-	-	-						
Accounts payable	1,078	1,149	1,030	1,084	1,130						
Other current liabilities	3,106	2,678	3,056	3,501	4,015						
Total current liabilities	4,184	3,827	4,085	4,585	5,144						
Long-term debt	24	24	23	23	23						
Other liabilities	906	1,001	1,180	1,279	1,395						
Total liabilities	5,114	4,852	5,288	5,887	6,562						
Paid-up capital	796	796	796	796	796						
Premium-on-share	770	770	770	770	770						
Others	(253)	(245)	(280)	(280)	(280)						
Retained earnings	22,489	26,167	29,577	33,251	37,161						
Non-controlling interests	297	313	308	360	414						
Total equity	24,098	27,801	31,171	34,896	38,861						
Total liabilities & equity	29,212	32,653	36,459	40,783	45,423						
Income Statement (Bt m)						Valuation					
	2023	2024	2025	2026E	2027E		2023	2024	2025	2026E	2027E
Revenue	25,296	25,634	25,134	25,574	26,590	EPS (Bt)	8.80	9.77	9.44	9.62	10.01
Cost of goods sold	(12,895)	(12,503)	(12,151)	(12,363)	(12,855)	Core EPS (Bt)	8.77	9.80	9.46	9.62	10.01
Gross profit	12,401	13,131	12,984	13,211	13,736	DPS (Bt)	4.50	5.00	11.00	5.10	5.31
SG&A	(4,180)	(4,171)	(4,202)	(4,300)	(4,511)	BVPS (Bt)	30.28	34.94	39.17	43.85	48.83
Other income / (expense)	171	145	234	230	239	EV per share (Bt)	157.03	155.31	153.00	148.77	144.66
EBIT	8,392	9,105	9,015	9,141	9,464	PER (x)	19.4	17.5	18.1	17.7	17.0
Depreciation	1,097	1,077	1,068	1,091	1,131	Core PER (x)	19.4	17.4	18.0	17.7	17.0
EBITDA	9,737	10,522	10,375	10,573	10,999	PBV (x)	5.6	4.9	4.4	3.9	3.5
Finance costs	(2)	(8)	(7)	(5)	(4)	EV/EBITDA (x)	12.8	11.7	11.7	11.2	10.5
Non-other income / (expense)	221	363	307	342	405	Dividend Yield (%)	2.6	2.9	6.5	3.0	3.1
Earnings before taxes (EBT)	8,610	9,459	9,316	9,478	9,865						
Income taxes	(1,583)	(1,604)	(1,737)	(1,770)	(1,842)						
Earnings after taxes (EAT)	7,028	7,855	7,579	7,708	8,022						
Equity income	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)						
Non-controlling interests	(49)	(57)	(52)	(52)	(54)						
Core Profit	6,978	7,797	7,526	7,655	7,967						
FX Gain/Loss & Extraordinary	28	(23)	(14)	-	-						
Net profit	7,006	7,775	7,512	7,655	7,967						
EPS (Bt)	8.80	9.77	9.44	9.62	10.01						
						Profitability Ratios (%)					
							2023	2024	2025	2026E	2027E
						Gross profit margin	49.0	51.2	51.7	51.7	51.7
						EBITDA margin	38.5	41.0	41.3	41.3	41.4
						EBIT margin	33.2	35.5	35.9	35.7	35.6
						Net profit margin	27.7	30.3	29.9	29.9	30.0
						ROA	26.2	25.1	21.7	19.8	18.5
						ROE	32.2	30.3	25.7	23.4	21.8
						Financial Strength Ratios					
							2023	2024	2025	2026E	2027E
						Current ratio (x)	3.7	4.3	4.6	4.8	5.0
						Quick ratio (x)	3.7	4.3	4.5	4.8	4.9
						Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						Net Debt/Equity (x)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
						Interest coverage (x)	3,506.0	1,092.4	1,360.2	1,816.2	2,293.8
						Inventory day (days)	10	11	11	11	11
						Receivable day (days)	51	59	59	60	60
						Payable day (days)	31	33	33	32	32
						Cash conversion cycle	30	37	38	39	39
						Growth (% YoY)					
							2023	2024	2025	2026E	2027E
						Revenue	22.5	1.3	(2.0)	1.7	4.0
						EBITDA	35.8	8.1	(1.4)	1.9	4.0
						EBIT	41.4	8.5	(1.0)	1.4	3.5
						Core profit	41.2	11.7	(3.5)	1.7	4.1
						Net profit	41.9	11.0	(3.4)	1.9	4.1
						EPS	41.9	11.0	(3.4)	1.9	4.1

Source: Pi research, company data

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน 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 แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีใจเจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย

Stock Update



27 APR 2026

BH

Bumrungrad Hospital PCL

SET ESG RATING 2025 (As of 9 January 2026)

Ratings : AAA

AAV	ACE	ADVANC	AJ	AMATA	AMATAV	ASW	AWC	BAM	BANPU	BAY
BBGI	BBL	BDMS	BEM	BGC	BGRIM	BJC	BKIH	BPP	BTG	CENDEL
CKP	CPALL	CPF	CPAXT**	CPN	CRC	DITTO	EASTW	FPI	FPT	GLOBAL
GPSC	GUNKUL	HANA	HENG	HMPRO	III	ILM	IVL	KBANK	KCG	KJL
KKP	KTB	KTC	LH	LOXLEY	MAJOR	MBK	MC	M-CHAI	MFEC	MTI
NER	NOBLE	OR	ORI	OSP	PB	PLANB	PR9	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**	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	MODERN	MGC	MOONG	NEO	PHOL	PLUS	PM	PPS	PQS	PROUD
PRTR	PSP	Q-CON	QLT	SAK	SAPPE	SCAP	SEAFCO	SEAOIL	SENA	SENX
SGC	SICT	SITHA	SKR	SNC	SPC	SSSC	SYMC	TAN	TBN	TGE
THANA	THIP	THREL	TPA	TPCS	TQM	TRU	TWPC	UPF	UPOIC	VIBHA
WPH										

Ratings : BBB

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

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

ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนเท่านั้น มิใช่การให้คำแนะนำด้านการลงทุนหรือความเห็นด้านกฎหมาย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้ให้การรับรองในความถูกต้องของข้อมูลหรือในเนื้อหาของการใช้งานที่ตอบสนองวัตถุประสงค์เฉพาะอื่นใด รวมทั้งไม่รับผิดชอบ ต่อความเสียหายใดๆ 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)