

MASTER

Neutral

เผชิญศึกหนัก...ต้องใช้เวลาปรับกลยุทธ์

Flash Points

- งวด 1Q68 กำไรสุทธิ 55.8 ล้านบาท ลดลง 48%YoY ต่ำกว่าคาดถึง 44% แม้ทำรายได้เติบโตใกล้เคียงคาด แต่มีค่าใช้จ่ายการตลาดเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากการปรับกลยุทธ์การตลาดให้สอดคล้องกับกฎระเบียบใหม่ของกรมสนับสนุนบริการสุขภาพ
- ส่วนแบ่งกำไร Partner ไตรมาสนี้ 7.5 ล้าน ต่ำกว่างวด 4Q67 ที่ได้รับ 24.8 ล้านบาท เป็นการชะลอตัวจากผลกระทบตามฤดูกาลของ Partner และเริ่มตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน จากการเข้าลงทุนในบริษัท V-square และ กรวิน เข้ามาเป็นไตรมาสแรก

Impact Insight

- กฎระเบียบใหม่ที่ห้ามโฆษณาแฝดัด ส่งผลต่อ MASTER มากกว่าที่ฝ่ายวิจัยคาดไว้ โดยค่าใช้จ่ายการตลาดน่าจะสูงกว่าปกติในช่วง 2Q68 ทำให้เป้าหมายการเติบโตของรายได้ที่ 20% ของ MASTER เป็นเรื่องยากลำบาก ภายใต้สถานการณ์ปัจจุบันที่มีเรื่องปัญหาเศรษฐกิจเข้ามาซ้ำเติมด้วย
- กำไร 1Q68 คิดเป็นสัดส่วน 10% ของประมาณการกำไรทั้งปี ฝ่ายวิจัยปรับลดประมาณการกำไรปี 2568-69 ลงเฉลี่ย 15% ประเมินกำไรปี 2568 จะหดตัวลง 11%YoY

Execution

- หลังปรับประมาณการกำไร ส่งผลให้ราคาเหมาะสมภายใต้วิธี DCF ลดลงจาก 36.00 บาท เหลือ 28.00 บาท เทียบเท่า Implied PER 18 เท่า แม้ยังมี Upside สูง แต่ช่วงสั้นยังไม่มีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นให้สร้างผลตอบแทนชนะตลาด คงให้น้ำหนักลงทุน Neutral



Technical Chart



แนวโน้มราคา : SIDEWAYS DOWN

แนวรับ : 17.00/17.60 บาท

แนวต้าน : 24.60/25.00 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ราคาปัจจุบัน (บาท)

18.30

Upside (%)

53.01

ราคาเป้าหมาย (บาท)

28.00

Dividend yield (%)

4.37

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	1.54	1.88	-18%
2569F	1.87	2.16	-13%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Industry Peers

หุ้น	PE		PBV	
	2568F	2569F	2568F	2569F
BUMRUNGRAD HOSPI	18.03	17.54	4.22	3.76
BANGKOK DUSIT MD	22.46	20.78	3.67	3.49
BANGKOK CHAIN HO	24.64	21.58	2.78	2.61
PRARAM 9 HOSPITA	23.08	20.73	3.14	2.89
CHULARAT HOSPITA	18.56	17.23	2.60	2.46
MASTER STYLE PCL	9.44	8.30	1.46	1.35
KLINIQUE	16.06	14.03	3.36	3.24

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	2570F
กำไรสุทธิ	416	522	465	563	635
Norm Profit	416	522	465	563	635
EPS (บาท)	1.58	1.73	1.54	1.87	2.10
DPS (บาท)	0.16	0.80	0.80	1.00	1.10
PER (เท่า)	11.6	10.6	11.9	9.8	8.7
Dividend Yield (%)	0.87%	4.37%	4.37%	5.46%	6.01%
BVS (บาท)	11.33	11.63	12.37	13.44	14.54
PBV (เท่า)	1.62	1.57	1.48	1.36	1.26
EV/EBITDA	7.7	8.3	8.4	7.1	6.3

ESG Assessment

SET ESG Ratings

CG Score

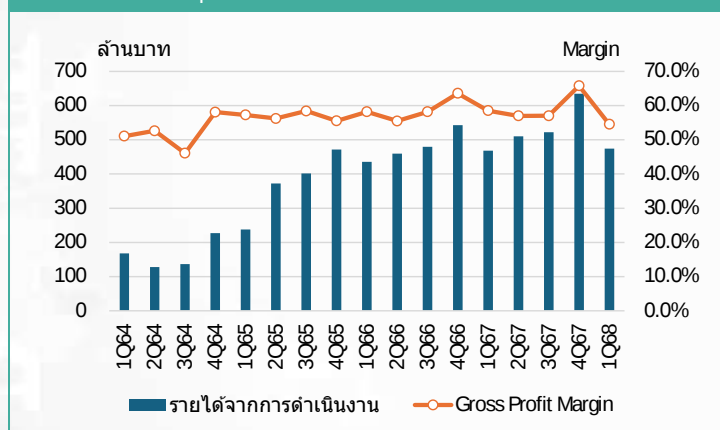
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง

ที่มา : SET

งวด 1Q68 กำไรสุทธิ 55.8 ล้านบาท ลดลง 48%YoY

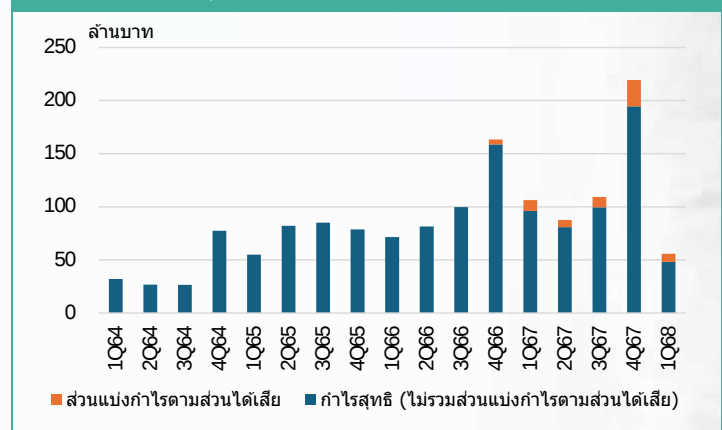
งวด 1Q68 กำไรสุทธิ 55.8 ล้านบาท (-75%QoQ, -48%YoY) ต่ำกว่าคาด 44% ผลประกอบการได้รับผลกระทบอย่างมากจากกฎระเบียบใหม่ของกรมสนับสนุนบริการสุขภาพ หรือ สบส. ที่ห้ามไม่ให้แพทย์ไลฟ์สดขณะอยู่ในห้องผ่าตัด รวมถึงการห้ามไม่ให้แพทย์โฆษณาหรือรีวิวผลิตภัณฑ์ใดๆ ที่อาจทำให้ผู้บริโภคเข้าใจผิดได้ ทำให้ MASTER ต้องปรับกลยุทธ์การโฆษณาให้สอดคล้องกับกฎระเบียบใหม่ ซึ่งมีค่าใช้จ่ายเกิดขึ้นในช่วงแรกและไม่ได้สร้าง Impact ต่อผู้บริโภคมากนักเหมือนกับการไลฟ์สดในอดีต นอกจากนี้ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมที่ชะลอตัว และเทศกาลรอมฎอนในปีนี้อยู่ในเดือนมีนาคมเต็มเดือน ส่งผลต่อการเดินทางมาทำศัลยกรรมความงามของลูกค้าอินเดียเซีย ทำให้งวด 1Q68 MASTER มีรายได้จากกิจการโรงพยาบาล 474 ล้านบาท เติบโต 1%YoY ถือเป็นอัตราการเติบโตของรายได้ต่ำที่สุดนับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยจำนวนเคศการทำศัลยกรรมความงามที่ลดลง ในขณะที่ MASTER มีต้นทุนคงที่เพิ่มขึ้นจากการขยายศักยภาพในช่วงที่ผ่านมา กดดันอัตรากำไรขั้นต้นลงมาอยู่ที่ 54.5% ต่ำกว่าปีก่อนที่ทำได้ 58.5% และมีค่าใช้จ่ายด้าน SG&A เพิ่มขึ้น 22%YoY จากการปรับกลยุทธ์ด้านการตลาด สำหรับส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม ไตรมาสนี้รับเข้ามา 7.5 ล้านบาท ลดลงจากงวด 1Q67 ที่รับเข้ามา 10 ล้านบาท และงวด 4Q67 ที่ได้รับ 24.8 ล้านบาท เป็นการชะลอตัวจากผลกระทบตามฤดูกาลของ Partner และเริ่มมีการตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน จากการเข้าลงทุนในบริษัท V-square และ กรวิ้น เข้ามาเป็นไตรมาสแรก จำนวน 5.8 ล้านบาท

รายได้ธุรกิจโรงพยาบาลและอัตรากำไรขั้นต้น



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

กำไรสุทธิ และส่วนแบ่งกำไรตามส่วนได้เสีย



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

Impact เรื่องค่าใช้จ่ายการตลาดยังคงดันต่อเนื่องใน 2Q68

การปรับกลยุทธ์ทางการตลาดใหม่ของ MASTER ให้สอดคล้องกับกฎระเบียบที่ออกมา น่าจะต้องใช้เวลาอีกระยะในการดึงดูดให้ลูกค้าไทยกลับมาเติบโตเหมือนเดิม ทำให้แนวโน้มอัตราส่วน SG&A/Sale งวด 2Q68 น่าจะทรงตัวอยู่ในระดับสูง และเป็นปัจจัยกดดันการเติบโตของกำไร ขณะที่แผนการรุกตลาดต่างประเทศ แม้ยังเดินหน้าตามแผน โดยปีนี้ MASTER จะเริ่มได้รับเคศลูกค้าอินเดียเซียส่งต่อมาจาก Lumeo Health ซึ่งเป็นบริษัทที่ปรึกษาศัลยกรรมความงามและการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ที่ครบวงจรในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และได้ทำการตลาดร่วมกันจริงจังตั้งแต่เดือน ม.ค. ที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ฐานรายได้หลักของ MASTER ยังคงเป็นลูกค้าไทย คิดเป็นสัดส่วน 2 ใน 3 ของรายได้ทั้งหมด ซึ่งได้รับผลกระทบโดยตรงจากข้อจำกัดในการใช้กิจกรรมการตลาดรวมถึงภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศไทยที่ยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่ ทำให้เป้าหมายการเติบโตของรายได้ปีนี้ที่ MASTER ตั้งเป้าไว้ที่ 20% ในมุมมองของฝ่ายวิจัยเป็นเรื่องยากลำบากมาก ทำให้ฝ่ายวิจัยปรับลดประมาณการกำไรปี 2568-69 ลงเฉลี่ย 15% โดยคาดว่าปี 2568 MASTER จะมำกำไรสุทธิ 465 ล้านบาท ลดลง 11%YoY

คณานักการลงทุน Neutral ราคาเหมาะสมใหม่ลดลงเหลือ 28.00 บาท

ภายหลังปรับประมาณการกำไร ส่งผลให้ราคาเหมาะสมภายใต้วิธี DCF ลดลงจาก 36.00 บาท เหลือ 28.00 บาท เทียบเท่า Implied PER 18 เท่า แม้ยังมี Upside สูง แต่ช่วงสั้นยังไม่มีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นให้สร้างผลตอบแทนชนะตลาด คงให้น้ำหนักลงทุน Neutral

การดำเนินการด้าน ESG ของ MASTER

Environment (E): MASTER มีการตั้งเป้าหมายการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ซึ่งครอบคลุม 4 ด้านที่สำคัญ ได้แก่ การบริหารจัดการพลังงาน การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการขยะของเสียและมลพิษ และการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก โดยมีแนวทางให้แก่บุคลากรนำไปปฏิบัติและมีการวัดผล ทั้งนี้ปี 2567 บริษัทฯ ได้ติดตั้งระบบบำบัดน้ำเสีย ซึ่งสามารถบำบัดน้ำเสียได้ปีละ 18 ล้านลิตร และมีการดำเนินการกำจัดขยะติดเชื้อ และยาหรือเวชภัณฑ์ประเภทสารเสพติดที่หมดอายุแล้วอย่างเป็นระบบและถูกต้อง 100%

Social (S): MASTER ดำเนินโครงการและกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมเพื่อสร้างคุณค่าร่วมกันระหว่างบริษัทกับชุมชน โดยในปี 2566 ได้บริจาคบริจาคตุ๊กตาให้กับมูลนิธิศูนย์พิทักษ์สิทธิเด็ก เพื่อส่งเสริมการพัฒนาคุณภาพชีวิต และทางด้านจิตใจให้กับเด็กกำพร้า เด็กเร่ร่อน เด็กด้อยโอกาส นอกจากนี้ได้จัดโครงการ CSR แคมเปญ “ครบรอบ 9 ปี แจก 9 เคส” งบประมาณ 10 ล้านบาท เพื่อช่วยให้ผู้ที่ได้รับคัดเลือกได้เปลี่ยนภาพลักษณ์ปรับลุคส์ใหม่และมีแรงบันดาลใจในการดำเนินชีวิตที่ดียิ่งขึ้น

Governance (G): MASTER ให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยคณะกรรมการได้จัดทำนโยบายครอบคลุมโครงสร้าง บทบาท และความรับผิดชอบต่อกรรมการ ซึ่งเน้นการบริหารงานอย่างโปร่งใส ชัดเจน และตรวจสอบได้ เพื่อมุ่งสร้างความเชื่อมั่นว่าการดำเนินงานเป็นไปอย่างเป็นธรรม และมีเป้าหมายคือคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

ESG Comment: MASTER ยึดเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนและนำเอา ESG มาใช้ในการทำธุรกิจ อีกทั้งยังเน้นหลักการกำกับกิจการที่ดี (CG Code 2017) เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการทำงาน และการเติบโตแบบยั่งยืนในระยะยาว

ผลประกอบการ 1Q68

Key Data (ล้านบาท)	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68	QoQ (%)	YoY (%)	2567	2566	YoY (%)
ยอดขาย	479	543	468	510	522	635	474	-25%	1%	2,135	1,917	11%
กำไรขั้นต้น	279	345	274	291	298	417	259	-38%	-6%	1,280	1,132	13%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	160	154	160	197	173	171	195	14%	22%	702	634	11%
รายได้อื่นๆ	10	9	9	6	3	4	4	-6%	-60%	21	27	-20%
ดอกเบี้ยจ่าย	-4	-3	-3	-3	-4	-8	-8	4%	131%	-18	-14	33%
กำไรปกติ	100	163	106	88	109	219	56	-75%	-48%	522	416	25%
กำไรสุทธิ	100	163	106	88	109	219	56	-75%	-48%	522	416	25%
EPS	0.42	0.62	0.40	0.29	0.36	0.73	0.18	-75%	-54%	1.78	1.67	7%
Gross Profit Margin (%)	58.2%	63.6%	58.5%	57.0%	57.0%	65.8%	54.5%			59.9%	59.1%	
SG&A/Sales (%)	33.5%	28.3%	34.3%	38.6%	33.2%	27.0%	41.1%			32.9%	33.1%	
Net Profit Margin (%)	20.8%	30.1%	22.7%	17.2%	21.0%	34.5%	11.8%			24.5%	21.7%	
Norm Profit Margin (%)	20.8%	30.1%	22.7%	17.2%	21.0%	34.5%	11.8%			24.5%	21.7%	

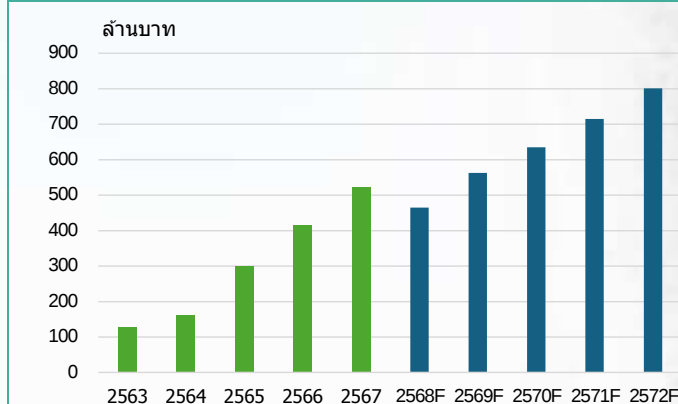
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

รายละเอียดการปรับประมาณการ

	ใหม่		เดิม		เปลี่ยนแปลง	
	68F	69F	68F	69F	68F	69F
กำไรสุทธิ (ลบ)	465	563	564	649	-17.5%	-13.3%
EPS (บาท)	1.54	1.87	1.87	2.15	-17.5%	-13.3%
ราคาเหมาะสม	28.00		36.00			
สมมุติฐานหลักในการประมาณการ						
รายได้จากกิจการโรงพยาบาล	2,272	2,515	2,344	2,594	-3.1%	-3.0%
ส่วนแบ่งกำไรตามส่วนได้เสีย	64	88	81	104	-20.9%	-15.3%
Gross margin	58.7%	58.6%	58.8%	58.7%	-0.1%	-0.1%
SG&A/Sale	35.7%	34.6%	32.4%	31.9%	3.4%	2.7%
Effective Tax	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	0.0%	0.0%

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2568-2572



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ MASTER

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	2,135	2,272	2,515	2,693	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	855	937	1,040	1,109	กำไรก่อนภาษีเงินได้	638	581	703	793
กำไรขั้นต้น	1,280	1,334	1,475	1,585	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	702	812	869	923	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	127	164	176	190
ดอกเบี้ยจ่าย	-18	-32	-28	-27	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	0	0	0
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0	อื่นๆ	0	0	0	0
รายได้อื่น	57	68	100	132	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	-86	87	16	11
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	638	581	703	793	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	529	743	771	848
ภาษีเงินได้	-115	-116	-141	-159	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	1,126	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-370	-437	-151	-162
กำไรสุทธิ	522	465	563	635	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-1,341	-419	-277	-314
กำไรจากการดำเนินงาน	522	465	563	635	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
Norm EPS	1.73	1.54	1.87	2.10	เพิ่ม/ลด เงินกู้	399	30	-20	-20
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	0	0	0
การเติบโตของยอดขาย	11.4%	6.4%	10.7%	7.1%	ลด จ่ายปันผล	-4	-241	-241	-302
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	25.5%	-11.0%	21.0%	12.8%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	376	-243	-290	-349
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	59.9%	58.7%	58.6%	58.8%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	-436	81	204	185
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	24.5%	20.5%	22.4%	23.6%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล				
	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	510	522	635	474	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	191	272	476	661
ต้นทุนขาย	220	224	217	216	ลูกหนี้การค้า	15	11	13	13
กำไรขั้นต้น	291	298	417	259	สินค้าคงเหลือ	121	118	131	140
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	197	173	171	195	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	20	23	25	27
ดอกเบี้ยจ่าย	-3	-4	-8	-8	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	1,302	1,575	1,550	1,522
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0	สินทรัพย์รวม	4,520	4,858	5,191	5,527
รายได้อื่น	6	3	4	4	เจ้าหนี้การค้า	118	204	226	242
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	105	134	269	68	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	3	2	3	3
ภาษีเงินได้	18	25	49	12	หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	166	146	126	106
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0	หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	528	578	578	578
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0	หนี้สินรวม	1,011	1,125	1,136	1,140
กำไรสุทธิ	88	109	219	56	ทุนที่ชำระแล้ว	302	302	302	302
กำไรจากการดำเนินงาน	88	109	219	56	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,305	2,305	2,305	2,305
EPS	0.29	0.36	0.73	0.18	กำไรสะสม	872	1,096	1,417	1,751
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	3,509	3,733	4,055	4,388
ยอดขาย (QoQ)	9.0%	2.3%	21.6%	-25.3%	ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
กำไรขั้นต้น (QoQ)	6.1%	2.4%	40.2%	-38.1%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	4,520	4,858	5,191	5,527
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	-17.6%	24.9%	100.5%	-74.6%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.73	0.79	1.17	1.52	จำนวนห้องผ่าตัด	17	17	25	25
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.43	0.52	0.89	1.21	จำนวนชั่วโมงให้บริการเฉลี่ย (ชั่วโมง/วัน/ห้อง)	8	9	7	7
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	145.03	200.00	200.00	200.00	จำนวนชั่วโมงให้บริการ (ชั่วโมง/ปี)	50,418	53,191	61,170	64,228
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	7.09	7.93	7.95	7.92	กำลังการให้บริการสูงสุด (ชั่วโมง/ปี)	74,460	74,460	109,500	109,500
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	18.03	11.11	11.11	11.11	อัตราการให้บริการ	68%	71%	56%	59%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.29	0.30	0.28	0.26	รายได้จากการดำเนินงาน	1,766	1,844	2,036	2,159
Net Gearing	0.14	0.12	0.06	0.01	Gross margin	59.9%	58.7%	58.6%	58.8%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	12.8%	9.9%	11.2%	11.8%	SG&A/Sale	32.9%	35.7%	34.6%	34.3%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	16.1%	12.8%	14.5%	15.0%	Effective tax rate	18.1%	20.0%	20.0%	20.0%

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส