

มาสเตอร์ สไตล์ – MASTER



12 พฤศจิกายน 2568

ซื้อเก็งกำไร

ราคาเป้าหมาย	15 บาท
Upside/Downside	+65%
Median Consensus	13.50 บาท
1M price direction:	↑



Stock information

ราคาปิด	9.10 บาท
ราคาเปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	48.50/9.00 บาท
มูลค่าตลาด	2,745 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 1)	301.7 ล้านหุ้น
Free Float	35.61%
Foreign Limit/Available	49%/38.32%
NVDR in hand (% of share)	2.39%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000)	3,011.94
Anti-corruption:	n/a
CG Score:	-

XD - Date

Period	X-Date	DPS(Bt)
01/01/24-31/12/24	11/03/25	0.80
01/01/23-31/12/23	19/03/24	0.01587302
-	29/08/23	0.01111111



วุฒน มหาดำรงสกุล

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 081151

e-mail : V-rin@trinitythai.com

ค่าใช้จ่ายสูง กดดันกำไร

- รายงานกำไร 3Q68 ที่ 43 ล้านบาท ปรับตัวลดลง 17.8% QoQ และ 60.3% YoY จากรายได้ที่ 446 ล้านบาท ปรับตัวลดลง 9.9% QoQ แต่จะ 14.6% YoY
- Utilization rate ลดลง ส่งผลให้ Gross Margin ลงมาอยู่ที่ 52% YoY
- รายได้จากกลุ่มลูกค้าต่างชาติในช่วง 3Q68 เติบโต 8.8% YoY
- คาด 4Q68 พ้นตัว QoQ
- ปรับคาดการณ์กำไรปี 2568-2569 ลงมาอยู่ที่ 242 ล้านบาท และ 335 ล้านบาท ตามลำดับ จากค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้น
- แนะนำ "ซื้อเก็งกำไร" ที่ราคาเป้าหมาย 15.00 จากการอิงผลประกอบการปี 2569 และ P/E ที่ 13.6X

3Q68 Earnings Review

- รายงานกำไร 3Q68 ที่ 43 ล้านบาท สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 38 ล้านบาท ปรับตัวลดลง 17.8% QoQ และ 60.3% YoY จากรายได้ที่ 446 ล้านบาท ปรับตัวลดลง 9.9% QoQ แต่จะ 14.6% YoY โดยรายได้ยังคงขออนตัวลง จากตลาดโดยรวมที่อ่อนแอ
- Gross Margin ใน 3Q68 อยู่ที่ 52% อ่อนตัวลงจาก 2Q68 ที่ 54.5% และจาก 57% ในช่วง 3Q67 ในขณะที่ SG&A ใน 3Q68 ยังคงอยู่ในระดับสูง จากการออกกฎหมาย Live ในห้องผ่าตัด ส่งผลให้ MASTER มีการปรับกลยุทธ์ในการโฆษณา
- รับรู้กำไรจากการลงทุนที่ 6 ล้านบาท พลิกจากขาดทุนที่ 1.4 ล้านบาท ใน 2Q68 แต่ลดลงจาก 10 ล้านบาท ใน 3Q67 หลังจากมีการรับรู้กำไรจากการลงทุนเพิ่ม
- สัดส่วนรายได้จากกลุ่มลูกค้าต่างชาติในช่วง 3Q68 เติบโต 8.8% YoY

ปรับลดคาดการณ์ปี 2568-2569 ลง

เราปรับคาดการณ์กำไรปี 2568-2569 ลงมาอยู่ที่ 242 ล้านบาท และ 335 ล้านบาท จากการปรับ Gross Margin ลง และปรับ SG&A ขึ้น หลังจากที่มี SG&A สูงกว่าที่เราคาด และ Gross Margin ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ารายได้จากลูกค้าต่างชาติยังคงเติบโตต่อเนื่อง โดยเฉพาะอินโดนีเซีย และคาดว่าปี 2568 จะมีการรับรู้กำไรจากการลงทุนที่ราว 40 ล้านบาท โดยกำไรใน 9M68 คิดเป็น 62.8% ของที่เราคาดการณ์ และคาดว่า 4Q68 จะมีกำไรเติบโต QoQ

แนะนำ "ซื้อเก็งกำไร" ที่ราคาเป้าหมายปี 2569 ที่ 15.00 บาท

เราแนะนำ "ซื้อเก็งกำไร" และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2569 ที่ 15.00 บาท (จาก 22.10 บาท) จากการอิงผลประกอบการ EPS 2569F ที่ 1.11 บาท และค่าเฉลี่ย P/E ที่ระดับ 13.6X (-1SD) โดยตลาดยังมีความกังวลต่อ Demand โดยรวมของอุตสาหกรรม และคาดว่าค่าใช้จ่ายทางการตลาดจะสูงกว่าช่วงปี 2567

ข้อมูลทางการเงิน

Year End	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales(Bt mn)	1,917	2,135	1,939	2,133	2,526
EBITDA(Bt mn)	560	705	379	481	555
Net Profit (Bt mn)	416	522	242	335	390
EPS (Bt)	1.58	1.73	0.80	1.11	1.29
EV/EBITDA (x)	26.21	25.41	29.02	22.66	19.56
PER(x)	46.14	28.88	11.24	8.11	6.97
DPS(Bt)	0.28	0.80	0.40	0.55	0.65
Div Yield (%)	0%	2%	4%	6%	7%
ROE (%)	14%	15%	7%	9%	10%
P/BV (x)	6.42	4.30	0.75	0.72	0.68

Source : Trinity Research

ปัจจัยเสี่ยง

1. ความเสี่ยงจากภาวะการแข่งขันที่รุนแรงในอุตสาหกรรม
2. ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทรนด์คัลเจอร์ความงาม
3. ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแพทย์หรือบุคลากรทางการแพทย์

MASTER Quarterly Result

MASTER's quarterly income statement (Bt mn)

(Unit: Bt mn)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	%QoQ	%YoY
Revenues							
Sales	522	635	474	495	446	-9.9%	-14.6%
COGs	224	217	216	225	214	-4.9%	-4.6%
Gross profits	264	383	220	231	192	-16.7%	-27.2%
Other income	4	5	4	4	5	19.4%	22.3%
SG&A	173	171	195	199	183	-8.2%	5.2%
EBITDA	95	217	30	36	15	-59.4%	-84.5%
Depreciation&Amortisation	33	35	38	39	40	2.0%	18.6%
Interest expense	4	8	8	7	7	-2.3%	74.8%
Income tax	25	49	12	14	9	-30.0%	-61.4%
Equity from subsidiary	10	25	8	(1)	6	-505.1%	-42.0%
Net profit before extra item	109	219	56	53	43	-17.8%	-60.3%
Extra ordinary gain (loss)	-	-	-	-	-	-	-
Net profit (loss)	109	219	56	53	43	-17.8%	-60.3%
EPS (Bt) before extra item	0.4	0.9	0.2	0.2	0.1	-17.8%	-60.3%
EPS (Bt)	0.4	0.9	0.2	0.2	0.1	-17.8%	-60.3%

Source: Trinity Research

MASTER Quarterly Result

	Previous		Current	
	2025F	2026F	2025F	2026F
Sales	2,084	2,218	1,939	2,133
Gross Profit	1,104	1,176	1,028	1,130
EBITDA	481	561	379	481
Net Profit	371	415	242	335

MASTER: นโยบาย ESG
SET ESG Ratings N/A

E – Environment
(ด้านสิ่งแวดล้อม)

- ส่งเสริมให้พนักงานทุกคนมีส่วนร่วมในการช่วยประหยัดไฟโดยปิดไฟหรือดวงไฟที่ไม่จำเป็น
- กำหนดช่วงเวลาเปิดและปิดของเครื่องปรับอากาศในส่วนที่ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องเปิดเอาไว้ตลอด
- เลือกใช้หลอดไฟที่มีกำลังวัตต์เหมาะสมกับการใช้งานภายในห้องและอาคาร
- บำรุงรักษาเครื่องใช้ไฟฟ้าให้มีสภาพดีตลอดเวลา
- ส่งเสริมความรู้ทางด้านการอนุรักษ์พลังงานให้แก่พนักงาน และผู้เข้ามาใช้บริการภายในโรงพยาบาลทุกคนผ่านแผนป้ายต่างๆ ภายในอาคารของบริษัทฯ

S – Social
(ด้านสังคม)

- ให้ความสำคัญต่อการปฏิบัติด้านแรงงานและการเคารพสิทธิมนุษยชนอย่างเป็นธรรมเท่าเทียม และไม่เลือกปฏิบัติทั้งในด้านการจ้างงาน
- การจ่ายค่าตอบแทน การเลื่อนตำแหน่ง การฝึกอบรมและพัฒนาพนักงาน โดยไม่แบ่งแยกความแตกต่างทางเพศ อายุ สถาบันการศึกษา เชื้อชาติ และศาสนา
- สนับสนุนการจ้างงานแก่กลุ่มผู้ด้อยโอกาส ได้แก่ ผู้พิการ ผู้สูงอายุ ผู้พ้นโทษ เพื่อสร้างโอกาส สร้างอาชีพ

G – Governance
(ด้านการกำกับดูแลกิจการ)

- บริหารงานอย่างโปร่งใส ชัดเจน สามารถตรวจสอบได้เพื่อเป็นแนวทางในการบริหารองค์กรให้เกิดความเชื่อมั่น
- มีนโยบายต่อต้านคอร์รัปชัน สำหรับกรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน รวมไปถึงตัวแทน และคู่สัญญา

MASTER STYLE
Income statement

Year End Dec (Btm)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	1,917	2,135	1,939	2,133	2,526
Cost of good sold	(785)	(855)	(911)	(1,002)	(1,187)
Gross Profit	1,132	1,280	1,028	1,130	1,339
SG&A	(634)	(702)	(776)	(789)	(935)
EBITDA	560	705	379	481	555
Depreciation & Amortization	(62)	(127)	(126)	(140)	(151)
EBIT	498	577	252	341	404
Equity Shares	5	51	40	60	62
Financial Costs	(14)	(18)	(23)	(21)	(19)
Other Income	32	28	23	24	25
Other Expenses	0	0	0	0	0
Pretax Profit	521	638	292	403	472
Tax	(105)	(115)	(50)	(69)	(82)
Net Profit before minority	416	522	242	335	390
Less Minority Interest	0	0	0	0	0
Net Profit before Extra.	416	522	242	335	390
Impairment loss on assets	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Reported Net Profit	416	522	242	335	390
EPS (Bt)	1.58	1.73	0.80	1.11	1.29
<i>Core (EPS)</i>	<i>1.58</i>	<i>1.73</i>	<i>0.80</i>	<i>1.11</i>	<i>1.29</i>

Statements of Financial Position

Year End Dec (Btm)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Cash in hand & at banks	627	191	217	219	366
Short term investment	0	0	0	0	0
Accounts receivable -net	7	15	21	23	28
Inventories	101	121	97	106	128
Other current assets	1,136	20	200	110	155
Total Current Assets	1,871	346	535	459	677
Investments	377	2,427	2,427	2,427	2,427
Property, Plant & Equipment	838	1,302	1,325	1,385	1,434
Good w ill	0	0	0	0	0
Intangible assets	7	6	6	6	6
Deferred tax assets	8	13	13	13	13
Others	537	427	427	427	427
Total Assets	3,637	4,520	4,732	4,717	4,983
Loans and O/D from banks	0	50	60	48	38
Account payable-trade	182	118	86	95	114
Current portion 1 yr L/T loans	2	116	162	170	179
Other current liabilities	164	192	196	199	203
Total Current Liabilities	348	476	504	512	534
Long-term debt	294	528	592	400	450
Other	5	7	7	7	7
Total Liabilities	646	1,011	1,102	919	991
Paid-up share capital	264	302	302	302	302
Premium on share capital	2,305	2,305	2,305	2,305	2,305
Legal reserve	26	30	30	30	30
Reserve for expansion	0	0	0	0	0
Subordinated capital debentures	0	0	0	0	0
Unappropriated	396	872	993	1,161	1,355
Others	0	0	0	0	0
Total Equity before MI	2,991	3,509	3,630	3,798	3,992
Minority Interest	0	0	0	0	0
Total Equity	2,991	3,509	3,630	3,798	3,992
Total Liabilities & Equity	3,637	4,520	4,732	4,717	4,983

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

MASTER STYLE
Cash Flow Statement

Year End Dec (Btm)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Pre-tax profit	535	656	315	425	491
Depreciation	62	127	126	140	151
Chg in working capital	(105)	(115)	(50)	(69)	(82)
Tax paid	0	0	0	0	0
Other operating activities	(958)	1,165	(191)	91	(48)
CF from Operating	(466)	1,833	199	587	512
Capital expenditure	(784)	(590)	(150)	(200)	(200)
Change in investments	(368)	(2,055)	0	0	0
Other investing activities	0	0	0	0	0
CF from Investment	(1,151)	(2,645)	(150)	(200)	(200)
Capital Increase	2,272	42	0	0	0
Debt Financing	(11)	399	120	(196)	49
Dividend (incl. tax)	(75)	(4)	(121)	(167)	(195)
Other financing activities	(40)	(60)	(23)	(21)	(19)
CF from Financing	2,146	376	(24)	(384)	(165)
Change in Cash	529	(436)	26	3	147
Beginning Cash	98	627	191	217	219
Ending Cash	627	191	217	219	366

Key Ratios

Year End Dec (Bt m n)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (Bt)					
EPS	1.58	1.73	0.80	1.11	1.29
DPS	0.28	0.80	0.40	0.55	0.65
BV	11.33	11.63	12.03	12.59	13.23
CF	-1.76	6.08	0.66	1.95	1.70
Liquidity Ratio (x)					
Current Ratio	5.38	0.73	1.06	0.90	1.27
Quick Ratio	5.09	0.47	0.87	0.69	1.03
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin (Inc. Depre)	56%	54%	46%	46%	47%
EBITDA Margin	29%	33%	20%	23%	22%
EBIT Margin	26%	27%	13%	16%	16%
Net Margin	22%	24%	12%	16%	15%
ROE	14%	15%	7%	9%	10%
Efficiency Ratio					
ROA	11%	12%	5%	7%	8%
ROFA	50%	40%	18%	24%	27%
Leverage Ratio (x)					
Debt to Equity	0.10	0.20	0.22	0.16	0.17
Net Debt to Equity	Cash	0.14	0.16	0.11	0.08
Interest Coverage Ratio	35.87	31.27	11.14	15.89	20.96
Growth					
Sales Growth	29%	11.39%	-9.18%	10.00%	18.44%
EBITDA Growth	40%	23.74%	-45.22%	25.89%	14.88%
Net Profit Growth	38%	25.50%	-53.76%	38.57%	16.39%
EPS Growth	26%	9.81%	-53.76%	38.57%	16.39%
Valuation					
PER (x)	46.14	28.88	11.24	8.11	6.97
P/BV (x)	6.42	4.30	0.75	0.72	0.68
EV/EBITDA (x)	26.21	25.41	29.02	22.66	19.56
Dividend Yield (%)	0%	2%	4%	6%	7%
Dividend Payout Ratio (%)	18%	46%	50%	50%	50%

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการแนะนำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Corporate Governance Report Rating

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด