

# Fundamental Story

## Master Style Pcl (MASTER TB) - SELL, Price Bt8.10, TP Bt9.00

Results Comment

Rata Limsuthiwanpoom | Email: rata.lim @ttbwealth.co.th

### 1Q26 อ่อนแอ เป็นไปตามคาด

- MASTER รายงานกำไรสุทธิ 61 ลบ. ใน 1Q26 (+9%y-y, -15%q-q)
- รายได้จากโรงพยาบาลลดลง 8% y-y และ 7% q-q ท่ามกลางกำลังซื้อในประเทศที่อ่อนแอและการแข่งขันด้านราคาที่ยืดหยุ่นในหัตถการหลัก ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงมาอยู่ที่ 51.6% จาก 54.5% ทั้งใน 1Q25 และ 4Q25
- รายได้จากศัลยกรรมผิวหนัง เส้นผม และดวงตายังคงเผชิญแรงกดดัน แต่ได้รับการชดเชยบางส่วนจากรายได้ที่แข็งแกร่งขึ้นของการผ่าตัดยักคิ้ว ศัลยกรรมหน้าอก และรายได้ดูแลหลังหลังศัลยกรรมจากฐานลูกค้าเดิม
- แม้โมเมนตัมการดำเนินงานจะอ่อนตัวลง แต่กำไรยังเติบโต y-y จากค่าใช้จ่าย SG&A ที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ (-13% y-y) ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง 20% y-y และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในกิจการร่วมค้าที่เพิ่มขึ้นมาก (+141% y-y) โดยเฉพาะจากการพลิกกลับมาซื้อของ Korawin Holding
- กำไรใน 1Q26 คิดเป็น 22% ของประมาณการกำไรปี 2026F ของเรา โดยเรายังคงประมาณการเดิมไว้

Income Statement (consolidated)						Income Statement 3M as					
Yr-end Dec (Bt m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2026F	2026F	2027F
Revenue	474	495	446	470	436	Revenue	(7)	(8)	23	1,936	1,989
<b>Gross profit</b>	<b>259</b>	<b>270</b>	<b>232</b>	<b>256</b>	<b>225</b>	<b>Gross profit</b>	<b>(12)</b>	<b>(13)</b>	<b>21</b>	<b>1,084</b>	<b>1,117</b>
SG&A	195	199	183	180	170	SG&A	(6)	(13)	22	779	801
Operating profit	64	71	49	76	55	Operating profit	(27)	(14)	18	305	315
<b>EBITDA</b>	<b>102</b>	<b>110</b>	<b>89</b>	<b>116</b>	<b>94</b>	<b>EBITDA</b>	<b>(18)</b>	<b>(7)</b>	<b>19</b>	<b>496</b>	<b>529</b>
Other income	4	4	5	5	5	Other income	(7)	9	19	26	28
Other expense	0	0	0	0	0	Other expense					
Interest expense	8	7	7	7	6	Interest expense	(7)	(20)	24	26	21
<b>Profit before tax</b>	<b>60</b>	<b>68</b>	<b>47</b>	<b>74</b>	<b>54</b>	<b>Profit before tax</b>	<b>(27)</b>	<b>(11)</b>	<b>18</b>	<b>304</b>	<b>322</b>
Income tax	12	14	9	15	11	Income tax	(27)	(10)	18	61	64
Equity & invest. income	8	(1)	6	13	18	Equity & invest. income	40	141	58	31	36
Minority interests	0	0	0	(0)	0	Minority interests					
Extraordinary items	0	0	0	(26)	0	Extraordinary items					
<b>Net profit</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>61</b>	<b>Net profit</b>	<b>33</b>	<b>9</b>	<b>22</b>	<b>275</b>	<b>293</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>43</b>	<b>72</b>	<b>61</b>	<b>Normalized profit</b>	<b>(15)</b>	<b>9</b>	<b>22</b>	<b>275</b>	<b>293</b>
EPS (Bt)	0.18	0.17	0.14	0.15	0.20	EPS (Bt)	33	9	22	0.91	0.97
Normalized EPS (Bt)	0.18	0.17	0.14	0.24	0.20	Normalized EPS (Bt)	(15)	9	22	0.91	0.97

  

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios (%)					
Yr-end Dec (Bt m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Cash & ST investment	260	44	67	110	103	Sales grow th	1.3	(3.0)	(14.6)	(26.0)	(8.0)
A/C receivable	15	12	14	19	16	Operating profit grow th	(43.9)	(24.0)	(60.2)	(69.3)	(13.5)
Inventory	121	127	121	133	112	EBITDA grow th	(28.1)	(11.5)	(43.5)	(58.9)	(7.4)
Other current assets	93	96	98	105	101	Norm profit grow th	(47.5)	(38.0)	(58.4)	(68.3)	9.4
Investment	0	0	0	0	0	Norm EPS grow th	(47.5)	(38.0)	(58.4)	(68.3)	9.4
Fixed assets	1,273	1,243	1,223	1,240	1,327	Gross margin	54.5	54.5	52.0	54.5	51.6
Other assets	2,769	2,759	2,754	2,679	2,668	Operating margin	13.4	14.4	11.1	16.1	12.6
<b>Total assets</b>	<b>4,531</b>	<b>4,280</b>	<b>4,276</b>	<b>4,286</b>	<b>4,327</b>	EBITDA margin	21.5	22.2	20.0	24.6	21.6
S-T debt	164	201	195	180	180	Norm net margin	11.8	10.7	9.7	15.3	14.0
A/C payable	96	87	84	92	84	D/E (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Other current liabilities	212	152	144	143	160	Net D/E (x)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
L-T debt	207	178	150	121	92	Interest coverage (x)	13.1	14.7	12.2	17.3	15.2
Other liabilities	299	299	299	299	298	Interest rate	8.1	8.0	8.1	8.3	8.7
Minority interest	0	0	0	0	0	Effective tax rate	20.1	20.0	20.1	20.1	20.3
<b>Shareholders' equity</b>	<b>3,553</b>	<b>3,362</b>	<b>3,405</b>	<b>3,451</b>	<b>3,512</b>	ROA	4.9	4.8	4.1	6.7	5.7
Working capital	40	51	51	60	43	ROE	6.3	6.1	5.1	8.4	7.0
Total debt	371	379	344	301	272						
<b>Net debt</b>	<b>111</b>	<b>335</b>	<b>278</b>	<b>190</b>	<b>169</b>						

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth securities public company limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since ttb wealth securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

"บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ("บล.ทีทีบี เบลู") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

## Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

## Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttbwealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน ttbwealth ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)