BUY (Unchanged) | **TP: Bt 3.60** (From: Bt 3.70)

Change in Numbers | **Upside : 13.9%** | **1 SEPTEMBER 2023**

Small Cap Research

Chularat Hospital Pcl (CHG TB)

กลับมาเติบโต

SIRIPORN ARUNOTHAI
662 – 779 9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

หลังการปรับฐานจากรายได้ของโควิด การกลับรายการรายได้จาก UCEPCOVID และค่าใช้จ่ายก่อนการดำเนินงานใน 1H23 เราคาดว่ากำไรของ CHG จะเริ่มเติบโตอีกครั้งจาก 3Q23F เราเชื่อว่าถึงเวลาที่เหมาะสมที่จะซื้อ CHG ที่ 29.6 เท่า เทียบกับ ESP ที่เติบโต 16/14% ในปี 2024-25F

กำไรกลับมาเติบโตใน 3Q23F

กำไรของ CHG ลดลง 80% y-y ใน 1H23 เนื่องจากการปรับฐานจากรายได้พิเศษจากโควิดใน 1H22 การกลับรายการรายได้ของโครงการโควิดของรัฐบาล (UCEPCOVID) และค่าใช้จ่ายก่อนการดำเนินงานของ 2 โรงพยาบาลใหม่ เราจึงปรับลดประมาณการกำไรลง 10-12% ต่อปี ในปี 2023-25F และปรับราคาเป้าหมายลง (ปีฐาน 2024F) เป็น 3.60 บาท จาก 3.70 บาท อย่างไรก็ตาม ปัจจัยเหล่านั้นไม่ใช่ภาระอีกต่อไป และเราคาดว่ากำไรของ CHG จะเริ่มเติบโตอีกครั้งทั้ง y-y และ q-q ตั้งแต่ 3Q23F เป็นต้นไป เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 26% h-h ใน 2H23F เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CHG โดยมองว่ากำไรที่จะกลับมาเติบโตอีกครั้งเป็นปัจจัยหนุนในระยะสั้น นอกจากนี้ เรายังเชื่อว่าการซื้อขายที่ PE ที่ 29.6 เท่า ในปี 2024F นั้นไม่แพงสำหรับเครือโรงพยาบาลที่แข็งแกร่ง ด้วยมีการเติบโตของ EPS ที่ 16/14% ในปี 2024-25F

ธุรกิจหลักแข็งแกร่ง

CHG ได้รับผลกระทบเฉพาะจากการปรับฐาน และค่าใช้จ่ายจากโรงพยาบาลใหม่เท่านั้น ธุรกิจของบริษัทฯ ยังแข็งแกร่ง รายได้จากผู้ป่วยเงินสดและประกันสังคมใน 2Q23 สูงกว่าใน 2Q19 มากกว่า 60% โดยได้แรงหนุนจากปัจจัยสำคัญทั้งด้านจำนวนผู้ป่วย รายได้จากการรักษาโรคร้ายแรง และค่ารักษา รายได้ผู้ป่วยเงินสดได้แรงหนุนจากกลยุทธ์ของ CHG ที่เน้นไปที่บริการดูแลผู้ป่วยโรคร้ายแรง (หัวใจ โรคหลอดเลือดสมอง กระดูกสันหลัง ฯลฯ) และผู้ป่วยต่างชาติที่มีอัตรากำไรสูง รายได้จากผู้ป่วยประกันสังคมได้แรงหนุนมาจากจำนวนผู้ประกันตนที่เพิ่มขึ้น และอัตราการเหมาจ่ายที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยเงินสด และผู้ป่วยประกันสังคมในโรงพยาบาลที่มีอยู่จะเติบโต 15/10/8% และ 12/7/5% ในปี 2023-25F

สองโรงพยาบาลใหม่เปิดให้บริการแล้ว

ค่าใช้จ่ายก่อนดำเนินงานใน 1H23F เกิดจากการสรรหาบุคคลากรทางการแพทย์และพยาบาลเพื่อเตรียมพร้อมสำหรับ 2 โรงพยาบาลใหม่ – โรงพยาบาลจุฬารัตน์แม่สอด (CHM) ขนาด 100 เตียง (ระยะแรก 59 เตียง) ในจังหวัดตาก ซึ่งเปิดดำเนินการเมื่อกลางเดือนมิ.ย.2023 ส่วนศูนย์การแพทย์จุฬารัตน์ (CMC) ขนาด 50 เตียง เปิดดำเนินการในเดือนก.ค. CMH เน้นเฉพาะผู้ป่วยเงินสดทั้งชาวไทยและต่างชาติ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นชาวพม่าและชาวจีนที่อาศัยอยู่ในพม่า CMC ให้บริการผู้ป่วยเงินสด ผู้ป่วยภายใต้โครงการประกันสังคม และผู้ป่วย UCEP เราคาดว่าจะมีผลขาดทุนจากโรงพยาบาลเหล่านี้ที่ 67/70/16 ลบ. ในปี 2023-25F

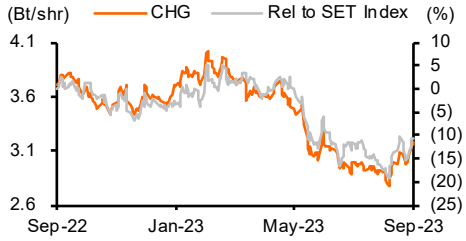
ความเสี่ยงต่ำจากการกลับรายการรายได้ UCEP

CHG กลับรายการรายได้จาก UCEPCOVID ราว 40 ลบ. ใน 4Q22 และ 46 ลบ. ใน 2Q23 เนื่องจากเงินที่จ่ายจริงจากรัฐบาลต่ำกว่ารายได้ค้างรับที่ CHG บันทึกไว้ แม้ว่า CHG จะยังมีรายได้ค้างรับคงเหลือ 543 ลบ. ณ สิ้นเดือนมิถุนายน 2023 แต่บริษัทฯ ยังมีเงินสดรับจาก UCEPCOVID อยู่ที่ 250 ลบ. ซึ่งยังไม่ได้บันทึกเป็นรายได้ จำนวนเงินดังกล่าวนี้สามารถใช้เป็นเงินสำรองผลกระทบที่เกิดขึ้นได้ หากมีการกลับรายการรายได้อีกในอนาคต (ถ้ามี)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	10,103	7,496	8,449	9,117
Net profit	2,778	1,010	1,175	1,334
Consensus NP	—	1,135	1,294	1,442
Diff frm cons (%)	—	*(11.0)*	*(9.2)*	*(7.5)*
Norm profit	2,778	1,010	1,175	1,334
Prev. Norm profit	—	1,150	1,317	1,483
Chg frm prev (%)	—	*(12.1)*	*(10.8)*	*(10.0)*
Norm EPS (Bt)	0.3	0.1	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	(33.9)	(63.6)	16.4	13.5
Norm PE (x)	12.5	34.4	29.6	26.1
EV/EBITDA (x)	9.2	23.3	19.9	17.3
P/BV (x)	4.6	4.8	4.6	4.5
Div yield (%)	5.1	2.3	2.9	3.5
ROE (%)	36.8	13.7	15.9	17.5
Net D/E (%)	(15.3)	(14.9)	(22.5)	(29.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 1-Sep-23 (Bt)	3.16
Market Cap (US$ m)	992.9
Listed Shares (m shares)	11,000.0
Free Float (%)	42.9
Avg Daily Turnover (US$ m)	3.6
12M Price H/L (Bt)	4.02/2.78
Sector	Health Care
Major Shareholder	Plussind Family 23.79%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P9

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

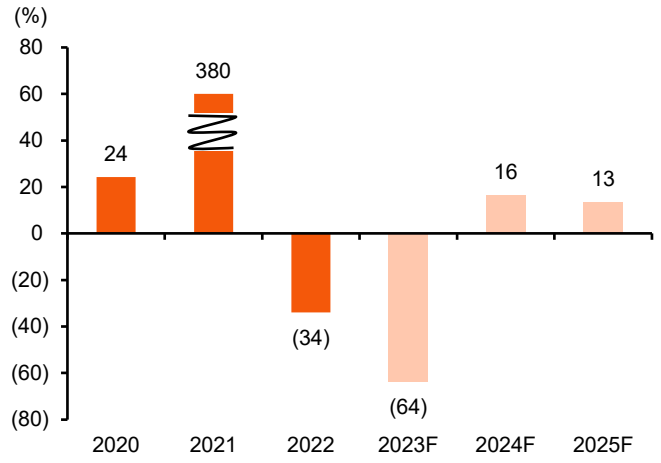
Thanachart Securities

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Revenue from UC patients (Bt m)							
- New	353	414	398	544	187	231	243
- Old					220	231	243
- Change (%)					*(15.0)*	-	-
Gross profit (%)							
- New	29.7	32.2	49.9	41.5	25.7	26.2	26.9
- Old					27.4	27.8	28.6
- Change (ppt)					*(1.7)*	*(1.7)*	*(1.6)*
SG&A to sales (%)							
- New	13.0	12.4	7.0	9.3	12.2	12.0	11.7
- Old					11.4	11.3	11.0
- Change (ppt)					*0.8*	*0.7*	*0.7*
Normalized profit (Bt m)							
- New	705	877	4,204	2,778	1,010	1,175	1,334
- Old					1,150	1,317	1,483
- Change (%)					*(12.1)*	*(10.8)*	*(10.0)*

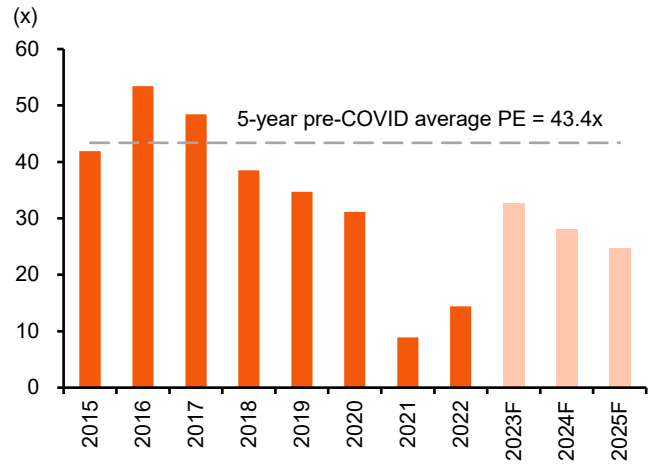
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: CHG's Earnings Growth Resumes



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Inexpensive Valuation



Sources: Company data, Thanachart estimates

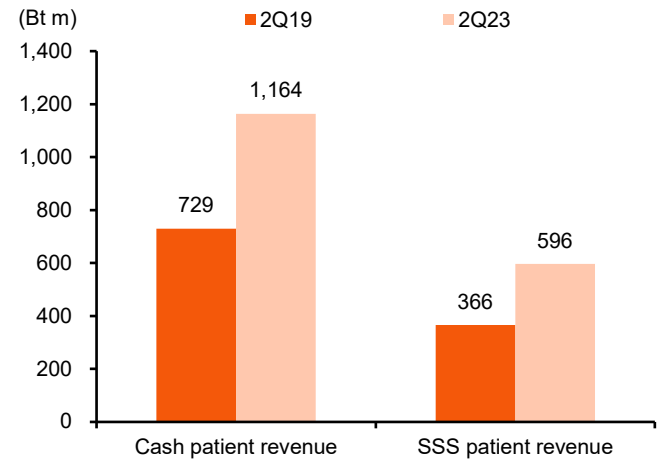
Ex 4: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	1,648	1,854	2,028	2,202	2,377	2,562	2,748	2,940	3,158	3,386	3,632	—
Free cash flow	1,738	1,710	1,598	1,681	1,635	1,763	1,913	2,065	2,238	2,423	2,618	52,011
PV of free cash flow	1,738	1,503	1,317	1,299	1,185	1,198	1,219	1,189	1,203	1,216	1,226	24,361

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.6
WACC (%)	6.2
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value	**38,654**
Net debt (end-2023F)	(1,129)
Minority interest	346
Equity value	39,438
# of shares (m)	11,000
Equity value / share (Bt)	**3.60**

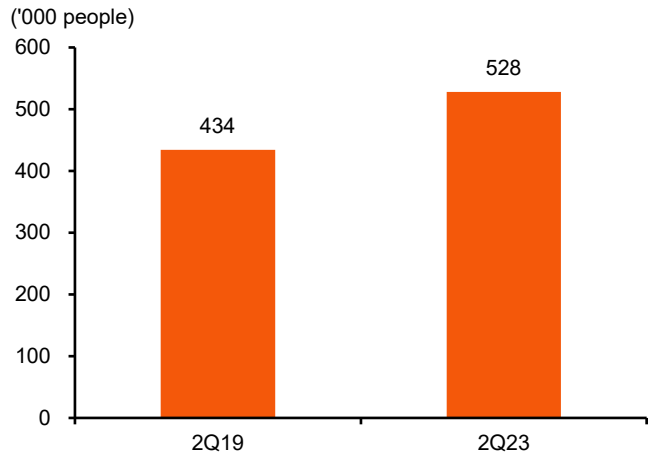
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Core Revenue Up To A New Base



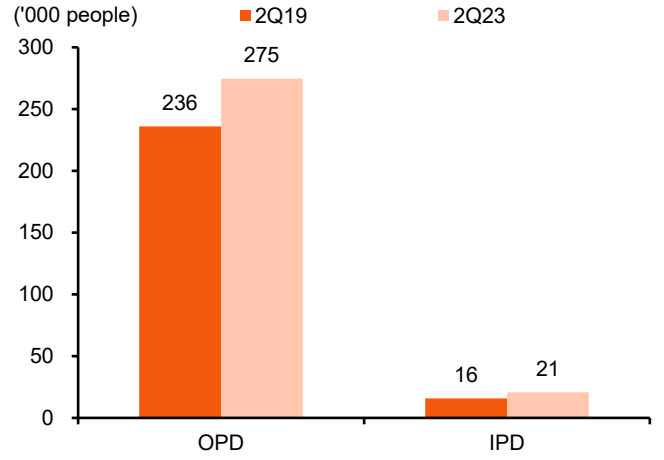
Source: Company data

Ex 6: SSS-Registered Persons



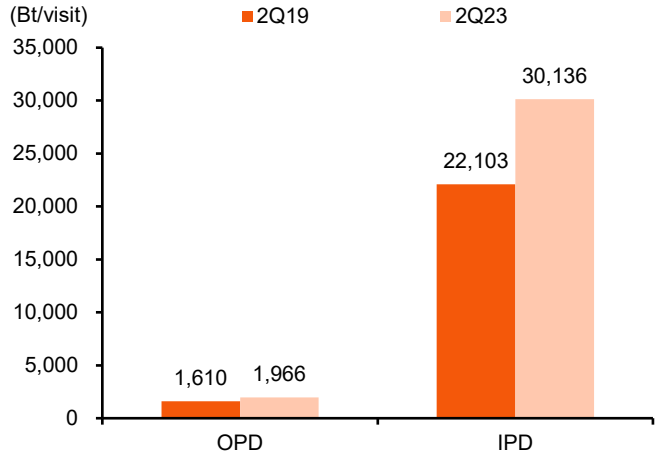
Source: Company data

Ex 7: OPD And IPD Visits



Source: Company data

Ex 8: OPD And IPD Billing



Source: Company data

Ex 9: CHG's Existing Hospitals, Clinics And Managed Excellence Centers

Names	Types	# Beds	Locations
Chularat 1	Hospital	26	Samutprakarn
Chularat 3	Hospital	237	Samutprakarn
Chularat 5	Hospital	26	Samutprakarn
Chularat 9	Hospital	139	Samutprakarn
Chularat 11	Hospital	141	Chachoengsao
Ruampat Chachoengsao	Hospital	59	Chachoengsao
Chularat Cholvaej	Hospital	56	Chonburi
Chularat Rayong	Hospital	50	Rayong
Chularat 304	Hospital	59	Prachin Buri
Chularat 2	Clinic	-	Samutprakarn
Chularat 7	Clinic	-	Bangkok
Chularat 8	Clinic	-	Bangkok
Chularat 304	Clinic	-	Prachin Buri
Chularat 12	Clinic	-	Chachoengsao
Sirindhorn	Managed Heart Center	-	Bangkok
Samutprakarn Hospital	Managed Heart Center	-	Samutprakarn
Rayong Hospital	Managed Heart Center	-	Rayong
Pattaya City Hospital	Managed Hospital	-	Chonburi
Koh Lan Medical Center	Managed Hospital	-	Chonburi

Source: Company data

Ex 10: Chularat Hospital Mae Sot (CHM)

Source: Company data

Ex 11: CHM – Inside Hospital

Source: Company data

Ex 12: CHM – OPD Zone

Source: Company data

Ex 13: CHM – IPD Room

Source: Company data

Ex 14: Chularat Medical Center (CMC)

Source: Company data

Ex 15: CMC – Stroke Center

Source: Company data

Ex 16: CMC – MRI And Intervention Center

Source: Company data

Ex 17: CMC – Radiotherapy Center

Source: Company data

Ex 18: CMC – Nuclear Medicine Center

Source: Company data

Ex 19: CMC – Hyperbaric Oxygen Therapy Center

Source: Company data

Valuation Comparison

Ex 20: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
Name	**BBG code**	**Country**	**23F**	**24F**	**23F**	**24F**	**23F**	**24F**	**23F**	**24F**	**23F**	**24F**
			(%)	**(%)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(%)**	**(%)**
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	18.5	(2.9)	34.6	35.6	2.8	2.7	11.7	10.9	1.9	1.8
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	8.5	4.2	8.3	8.0	1.0	0.9	8.4	8.3	3.6	3.7
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	25.8	28.5	8.8	6.9	1.9	1.8	7.7	6.4	3.5	4.2
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	2.7	26.0	82.8	65.7	10.8	9.8	34.3	29.2	0.2	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	(8.5)	20.7	45.5	37.7	3.6	3.0	22.8	20.0	0.0	0.2
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	30.2	10.0	23.6	21.5	2.2	2.0	11.2	10.6	2.2	2.4
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	5.3	14.0	32.8	28.8	1.9	1.8	14.1	13.2	2.1	1.3
Ryman	RYM NZ	New Zealand	0.6	(5.6)	13.1	13.9	0.9	0.9	15.2	19.0	1.3	1.9
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	(17.2)	0.0	19.7	19.7	2.2	2.1	10.7	10.6	2.9	2.8
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	(63.3)	19.5	32.8	27.4	3.8	3.6	16.4	14.6	1.8	2.2
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	3.4	12.6	33.8	30.1	4.7	4.5	22.3	20.1	2.2	2.5
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	37.0	11.0	29.9	27.0	8.7	7.6	20.6	18.6	1.7	2.6
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	(63.6)	16.4	34.4	29.6	4.8	4.6	23.3	19.9	2.3	2.9
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	(7.0)	16.6	25.9	22.2	2.7	2.5	12.9	11.1	1.7	2.2
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	(33.4)	19.2	55.7	46.7	5.3	5.0	26.2	23.3	1.1	1.3
Average			**(4.1)**	**12.7**	**32.1**	**28.0**	**3.8**	**3.5**	**17.2**	**15.7**	**1.9**	**2.1**

Source: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 1 Sep 2023 closing prices

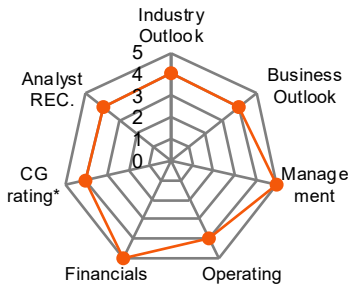
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โรงพยาบาลจุฬารัตน์ (CHG) ดำเนินงานบริหารโรงพยาบาลเอกชนภายใต้แบรนด์ "จุฬารัตน์" ทางภาคตะวันออกโดยเฉพาะอย่างยิ่งใน จ.สมุทรปราการ และจ.ฉะเชิงเทรา CHG ก่อตั้งขึ้นในปี 1986 ปัจจุบันมีโรงพยาบาลหลัก 11 แห่ง และคลินิก 5 แห่ง ให้บริการรักษาพยาบาลแก่ผู้ป่วยเงินสด และผู้ป่วยภายใต้โครงการประกันสังคม กลุ่มจุฬารัตน์มีความเชี่ยวชาญอย่างแข็งแกร่งในด้านศัลยกรรมทางมือ และศัลยกรรมโดยใช้กล้องจุลทรรศน์, ผู้ป่วยทารกแรกเกิดระยะวิกฤต (NICU), ศูนย์หัวใจ และศูนย์โรคหลอดเลือดสมอง

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale	
Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นหนึ่งในกลุ่มโรงพยาบาลขนาดใหญ่ของประเทศไทยที่มีประสบการณ์ที่แข็งแกร่ง และมีแบรนด์ที่มีชื่อเสียงในการให้บริการด้านดูแลสุขภาพ
- โรงพยาบาลของ CHG ตั้งอยู่ทำเลที่ดี (ชุมชน โรงงาน และนิคมอุตสาหกรรม)
- มีโรงเรียนฝึกหัดพยาบาลของตัวเอง รองรับความต้องการของกลุ่ม

W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด โดยยังคงเน้นตลาดระดับล่างถึงกลาง และตลาดระบบประกันสุขภาพของภาครัฐ

O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแลรักษาสุขภาพในอนาคต
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- ผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การระบาดจากโควิด19

T — Threat

- เครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้ามายังตลาดระดับกลาง
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ

  การระบาดจากโควิด19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.53	3.60	2%
Net profit 23F (Bt m)	1,135	1,010	-11%
Net profit 24F (Bt m)	1,294	1,175	-9%
Consensus REC	**BUY: 10**	**HOLD: 7**	**SELL: 1**

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อสองโรงพยาบาลใหม่
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสอดคล้องกับของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อเส้นทางการเติบโตในระยะยาวของ CHG รวมถึงปรับปีฐานของราคาเป้าหมายเป็นปี 2024F

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

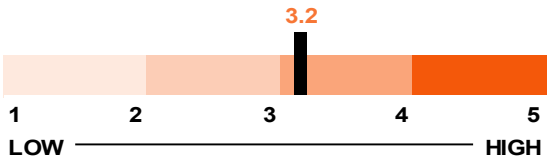
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากธุรกิจผู้ป่วยเงินสดของ CHG แย่กว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากอัตราการเบิกเงินคืนสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมและประกันสุขภาพถ้วนหน้าลดลงในอนาคต จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- เนื่องจากการขยายขีดความสามารถในการรองรับในช่วงหลายปีข้างหน้า อาคารใหม่ของ CHG อาจทำกำไรให้ช้ากว่าที่เราคาด
- หากมีการแข่งขันจากผู้ประกอบการเอกชนมากขึ้นหรือมีผู้ประกอบการใหม่เข้ามายังตลาดไทย จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

CHG เป็นเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่เป็นอันดับหกในประเทศไทย ลักษณะธุรกิจของบริษัทฯ ไม่ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจกมากนัก เราเห็นแผนและเป้าหมายของ CHG ในเรื่อง ESG มีความชัดเจนมากขึ้นในปีนี้ คะแนน ESG ของเราสำหรับ CHG จึงเพิ่มขึ้นเป็น 3.2 (จาก 2.6) และเราคาดว่าคะแนนจะดีขึ้นในอนาคตด้วยนวัตกรรมทางการแพทย์ที่มากขึ้น

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CHG	-	-	-	-	-	59.6	21.00	-	4.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ CHG เป็นเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่เป็นอันดับหกในประเทศไทย โดยบริหารโรงพยาบาล 11 แห่ง ลักษณะธุรกิจไม่ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก ▪ CHG ตั้งเป้าหมายลดของเสียที่เกิดจากการดำเนินงานและควบคุมปริมาณของเสียไม่ให้เกิน 10.5 กก. ต่อเตียงผู้ป่วยใน เพื่อลดปริมาณการใช้น้ำ และควบคุมปริมาณน้ำไม่ให้เกิน 1 ลบ.ม. ต่อเตียงผู้ป่วยใน และลดความเข้มไฟฟ้าไม่ให้เกิน 100 kWh ต่อเตียงผู้ป่วยใน ▪ CHG ตั้งเป้าให้เป็น "โรงพยาบาลสีเขียว" และมีนโยบายที่จะลดขยะเป็นศูนย์ และนำของเสียกลับมาใช้ใหม่ บริษัทฯ ได้จัดกิจกรรม "รณรงค์ปลูกต้นไม้" เพื่อปลูกต้นไม้ในพื้นที่ว่างบริเวณโรงพยาบาล มีนโยบายลดการใช้ถุงพลาสติกและกล่องโฟม ใช้กระดาษสองหน้า เปลี่ยนหลอดฟลูออเรสเซนต์ เป็นหลอด LED CHG มีระบบระบายน้ำเสีย และบำบัดน้ำเสียเพื่อปรับปรุงคุณภาพน้ำให้ได้มาตรฐาน
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ CHG เล็งเห็นความสำคัญของสิทธิมนุษยชนผ่านค่านิยมหลัก "iCare" โดย "iCare" มุ่งเน้นไปที่ความปลอดภัยผู้ป่วยสากล (International Patient Safety) ซึ่งเกี่ยวกับการรักษาพยาบาลที่เท่าเทียมกัน และความปลอดภัยของผู้ป่วย และการเคารพในความเป็นปัจเจกบุคคล ▪ CHG เชื่อว่าบริษัทฯ ให้ค่าตอบแทนและผลประโยชน์ที่เหมาะสม พร้อมด้วยบรรยากาศที่ดีและสุขอนามัยที่ดีในสถานที่ทำงาน อีกทั้งยังมีการฝึกอบรมและให้ทุนการศึกษาแก่พนักงานอีกด้วย จุฬารัตน์ อินเตอร์ เฮลท์ เปิดอบรมผู้ช่วยพยาบาล โดยมีเป้าหมายให้มีอัตราอุบัติเหตุจากการทำงานน้อยกว่า 10% ▪ CHG มุ่งเน้นคุณภาพการบริการด้วยความรวดเร็วและปลอดภัย โดยมีเป้าหมายให้มีความพึงพอใจของลูกค้ามากกว่า 90% ▪ CHG จัดให้มีการฝึกอบรมแก่สาธารณชนและพนักงานของบริษัทของลูกค้า การฝึกอบรม เช่น การฝึกปฐมพยาบาลเบื้องต้น การอบรมเลี้ยงดูเด็กแก่มารดาที่ตั้งครรภ์ โครงการส่งเสริมสุขภาพชุมชนเคลื่อนที่ และการฝึกอบรมการปฐมพยาบาลเบื้องต้นที่ใช้ฟื้นคืนชีพ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ คณะกรรมการบริษัทของ CHG มีกรรมการ 12 คน (หญิง 2 คน ชาย 10 คน) คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งด้านทักษะ ประสบการณ์ และความสามารถ ▪ CHG มีแนวทางปฏิบัติและคณะทำงานเกี่ยวกับการต่อต้านการทุจริต แผนการประเมินความเสี่ยง การปฏิบัติตามจรรยาบรรณ และกฎหมายเพื่อการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพและโปร่งใส ▪ CHG ได้พัฒนากลยุทธ์การแข่งขันเพื่อความยั่งยืนของธุรกิจ เช่น เครือข่ายการให้บริการของโรงพยาบาล การกระจายลูกค้า คุณภาพของผลิตภัณฑ์และบริการ และการควบคุมต้นทุน ▪ CHG มีคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงเพื่อดูแลความเสี่ยงขององค์กร ▪ ด้านนวัตกรรม การดูแลแบบ New Normal ของ CHG เป็นเทคโนโลยีการสื่อสารเพื่อให้บริการทางการแพทย์และการดูแลที่บ้านผ่านเครือข่ายไร้สาย

Sources: Thanachart, Company data

Lower earnings in 2023F mainly due to declining COVID income

Opened two new hospitals this year

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	11,742	10,103	7,496	8,449	9,117
Cost of sales	5,882	5,908	5,572	6,237	6,661
Gross profit	**5,860**	**4,195**	**1,923**	**2,212**	**2,456**
% gross margin	49.9%	41.5%	25.7%	26.2%	26.9%
Selling & administration expenses	821	935	914	1,013	1,064
Operating profit	**5,038**	**3,260**	**1,009**	**1,199**	**1,392**
% operating margin	42.9%	32.3%	13.5%	14.2%	15.3%
Depreciation & amortization	371	403	432	462	474
EBITDA	**5,409**	**3,664**	**1,442**	**1,661**	**1,866**
% EBITDA margin	46.1%	36.3%	19.2%	19.7%	20.5%
Non-operating income	259	311	289	295	305
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(21)	(16)	(25)	(27)	(27)
Pre-tax profit	**5,276**	**3,555**	**1,273**	**1,467**	**1,671**
Income tax	1,009	703	248	286	331
After-tax profit	**4,267**	**2,851**	**1,025**	**1,181**	**1,340**
% net margin	36.3%	28.2%	13.7%	14.0%	14.7%
Shares in affiliates' Earnings	0	(1)	(10)	0	0
Minority interests	(63)	(72)	(5)	(6)	(6)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	**4,204**	**2,778**	**1,010**	**1,175**	**1,334**
Normalized profit	**4,204**	**2,778**	**1,010**	**1,175**	**1,334**
EPS (Bt)	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	5,897	5,058	4,178	4,550	4,823
Cash & cash equivalent	2,790	2,001	1,800	2,600	3,000
Account receivables	2,437	2,767	2,054	1,620	1,499
Inventories	295	265	305	308	301
Others	376	26	19	22	23
Investments & loans	0	142	342	342	342
Net fixed assets	4,362	4,749	5,032	5,084	4,972
Other assets	291	330	564	619	653
Total assets	**10,550**	**10,280**	**10,117**	**10,594**	**10,790**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,208	1,802	1,921	2,019	2,109
Account payables	842	851	916	1,025	1,095
Bank overdraft & ST loans	34	400	201	248	173
Current LT debt	97	65	94	116	81
Others current liabilities	1,235	486	710	630	760
Total LT debt	**313**	**334**	**376**	**463**	**323**
Others LT liabilities	187	280	225	240	246
Total liabilities	**2,709**	**2,416**	**2,522**	**2,722**	**2,678**
Minority interest	272	341	346	351	357
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Share premium	1,146	1,146	1,146	1,146	1,146
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	**5,323**	**5,277**	**5,003**	**5,275**	**5,509**
Shareholders' equity	7,569	7,523	7,249	7,521	7,755
Liabilities & equity	**10,550**	**10,280**	**10,117**	**10,594**	**10,790**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Strong cash inflows

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	5,276	3,555	1,273	1,467	1,671
Tax paid	(376)	(1,289)	(106)	(351)	(259)
Depreciation & amortization	371	403	432	462	474
Chg In working capital	(1,298)	(291)	738	540	198
Chg In other CA & CL / minorities	136	182	78	(17)	56
Cash flow from operations	**4,109**	**2,560**	**2,417**	**2,101**	**2,139**
Capex	(546)	(769)	(700)	(500)	(350)
Right of use	(22)	(24)	(5)	(5)	(1)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	(142)	(200)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2)	56	(300)	(49)	(38)
Cash flow from investments	**(570)**	**(879)**	**(1,205)**	**(554)**	**(389)**
Debt financing	(669)	355	(128)	156	(251)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(660)	(2,805)	(1,284)	(904)	(1,100)
Warrants & other surplus	0	(19)	0	0	0
Cash flow from financing	**(1,329)**	**(2,470)**	**(1,412)**	**(748)**	**(1,350)**
Free cash flow	**3,563**	**1,790**	**1,717**	**1,601**	**1,789**

Inexpensive valuation, in our view

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	8.3	12.5	34.4	29.6	26.1
Normalized PE - at target price (x)	9.4	14.3	39.2	33.7	29.7
PE (x)	8.3	12.5	34.4	29.6	26.1
PE - at target price (x)	9.4	14.3	39.2	33.7	29.7
EV/EBITDA (x)	6.0	9.2	23.3	19.9	17.3
EV/EBITDA - at target price (x)	6.9	10.5	26.7	22.8	19.9
P/BV (x)	4.6	4.6	4.8	4.6	4.5
P/BV - at target price (x)	5.2	5.3	5.5	5.3	5.1
P/CFO (x)	8.5	13.6	14.4	16.5	16.2
Price/sales (x)	3.0	3.4	4.6	4.1	3.8
Dividend yield (%)	6.3	5.1	2.3	2.9	3.5
FCF Yield (%)	10.2	5.2	4.9	4.6	5.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1
EPS	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1
DPS	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
BV/share	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
CFO/share	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
FCF/share	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Strong financial status

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	116.1	(14.0)	(25.8)	12.7	7.9
Net profit (%)	379.6	(33.9)	(63.6)	16.4	13.5
EPS (%)	379.6	(33.9)	(63.6)	16.4	13.5
Normalized profit (%)	379.6	(33.9)	(63.6)	16.4	13.5
Normalized EPS (%)	379.6	(33.9)	(63.6)	16.4	13.5
Dividend payout ratio (%)	52.3	63.3	80.0	85.0	90.0
Operating performance					
Gross margin (%)	49.9	41.5	25.7	26.2	26.9
Operating margin (%)	42.9	32.3	13.5	14.2	15.3
EBITDA margin (%)	46.1	36.3	19.2	19.7	20.5
Net margin (%)	36.3	28.2	13.7	14.0	14.7
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	235.7	200.3	40.5	44.2	51.4
Interest coverage - EBITDA (x)	253.0	225.1	57.9	61.3	68.9
ROA - using norm profit (%)	50.2	26.7	9.9	11.3	12.5
ROE - using norm profit (%)	72.5	36.8	13.7	15.9	17.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	73.6	37.8	13.9	16.0	17.5
- asset turnover (x)	1.4	1.0	0.7	0.8	0.9
- operating margin (%)	45.1	35.3	17.3	17.7	18.6
- leverage (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
- interest burden (%)	99.6	99.5	98.1	98.2	98.4
- tax burden (%)	80.9	80.2	80.5	80.5	80.2
WACC (%)	6.2	6.2	6.2	6.2	6.7
ROIC (%)	89.4	50.1	12.9	15.8	19.4
NOPAT (Bt m)	4,075	2,615	813	965	1,117
invested capital (Bt m)	5,224	6,322	6,120	5,748	5,331

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com
SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com
1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)
Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.
SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects
As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

ESG Book's Disclaimer
Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC
"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"
"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	**LAGGARD:** A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	**AVERAGE :** A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	**LEADER:** A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence
Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.
ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions
© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.
CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.
MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

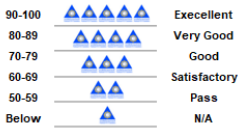
ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.
MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.
All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.
To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.
To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.
NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.
Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from $1,000 to approximately $5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moodys.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."
Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.
Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.
Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.
MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.
MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information").
2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").
The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.
All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.
The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.
The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.
No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.
You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.
By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.
Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart 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 Thanachart 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.

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:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 24 หลักทรัพย์ ได้แก่ CBG16C2312A, CPALL16C2310A, DELTA16C2309A, EA16C2311A, EA16C2309A, GULF16C2311A, GULF16C2309A, HANA16C2312A, HANA16C2309A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2312A, SAWAD16C2309A, SCB16C2311A, SET5016C2312A, SET5016P2312A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A, TIDLOR16C2311A (underlying securities are (CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SCB, SET50, TIDLOR). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: *** “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2568 2569 2571 และ 2576" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลิ์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th