

BUY (Unchanged)

TP: Bt 243.00 (From: Bt 310.00)

20 NOVEMBER 2024

Change in Numbers

Upside : 17.4%

# Bumrungrad Hospital Pcl (BH TB)

## ราคาหุ้นสะท้อนข่าวลบแล้ว

ผลการดำเนินงาน 3Q24 ของ BH ออกมาน่าผิดหวัง และเราปรับลดกำไรลง 5-6% ในปี 2024-26F อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ลดลง 21% หลังประกาศผลการดำเนินงาน 3Q24 สะท้อนข่าวร้ายแล้ว ที่ 2025F PE ที่ 20.2 เท่า เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BH



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### ปรับลดประมาณการกำไร และราคาเป้าหมาย

BH รายงานกำไรปกติ 2 พันลบ. ใน 3Q24 เพิ่มขึ้น 2% y-y และ 3% q-q การเติบโตที่ค่อนข้างทรงตัวถือว่าน่าผิดหวัง เนื่องจากรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติและผู้ป่วยชาวไทยลดลง รายได้จากผู้ป่วยชาวคูเวต สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ กัมพูชา และบังคลาเทศที่อ่อนแอ ทำให้รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติลดลง 7% y-y ขณะที่รายได้จากผู้ป่วยชาวไทยลดลง 2% y-y ใน 3Q24 สาเหตุหลักมาจากรายได้จากการรักษาโรคร้ายแรงที่ลดลง อย่างไรก็ตาม BH สามารถจัดการต้นทุนได้ดีมากใน 3Q24 เราปรับลดประมาณการกำไรลง 5-6% ต่อปี ในปี 2024-26F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ลงจาก 310 บาท เป็น 243 บาท

### กำไรยังคงมีแนวโน้มเติบโต

แม้ผลการดำเนินงาน 3Q24 จะน่าผิดหวัง แต่เรายังคงคาดว่ากำไรของ BH จะเติบโต 10/7% ในปี 2024-25F ปัจจัยหนุนหลัก คือ รายได้จากผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติที่เพิ่มขึ้น และอัตรากำไรที่ดีขึ้น แม้เราไม่คาดว่าผู้ป่วยคูเวตและสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์จะกลับมาใช้บริการ BH แต่เราคาดว่าจำนวนผู้ป่วยจะเพิ่มขึ้นจากตลาดใหม่อื่นๆ (เช่น จีน อินเดีย เอเชียตะวันออกเฉียงใต้ รัสเซีย และประเทศ CIS) สถานการณ์ทางการเมืองในบังกลาเทศที่ดีขึ้น การเปลี่ยนกลยุทธ์ทางธุรกิจใหม่ของ BH ในกัมพูชา และความต้องการของผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นในตลาดที่มีอยู่บางแห่ง เช่น สหรัฐ (ผู้ที่เดินทางเข้ามา และพำนักรักษาในประเทศ) และมองโกเลีย จะส่งผลให้รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติของ BH เพิ่มขึ้น เราคาดว่ารายได้ของ BH จะเติบโตขึ้น 1/4% ในปี 2024-25F ขณะที่โปรแกรมการลดต้นทุนของ BH ยังคงดำเนินไปได้ดี ดังนั้นเราจึงคาดว่า EBIT margin ของ BH จะสูงขึ้นเป็น 35.2/36.1% ในปี 2024-25F จาก 32.5% ในปี 2023

### จะไม่มีการขยายธุรกิจใหม่จนกว่าปี 2026

VitalLife Scientific Wellness Center แห่งใหม่ในภูเก็ตเปิดตัวแบบไม่เป็นทางการใน 3Q24 สามอาคารใหม่ใกล้กับโรงพยาบาลหลักในซอยสุขุมวิท 1 ได้แก่ อาคาร 59 เต็ม Oncology Institute and Advanced technology center และอาคาร BI Annex มีกำหนดเปิดในปี 2026 นอกจากนี้ BH ยังมีแผนที่จะเปิดโรงพยาบาล 212 เต็ม และศูนย์วินิจฉัยขั้นสูงในภูเก็ต ในปี 2026 ด้วย ดังนั้น เราจึงไม่คาดว่าจะมีค่าใช้จ่ายใหม่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจนกว่าจะถึงปี 2026F ซึ่งเราคาดว่า EPS จะเติบโตที่ 2%

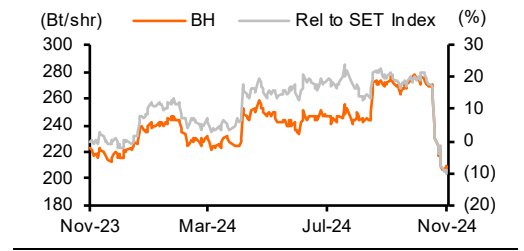
### คงคำแนะนำ "ซื้อ" แต่ไม่ใช่ Top Pick อีกต่อไป

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BH แต่ไม่ใช่หุ้น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ อีกต่อไป เนื่องจาก 1) เราเชื่อว่าราคาหุ้น BH ที่ลดลง 21% หลังประกาศผลการดำเนินงาน 3Q24 มาซื้อขายที่ 2025F PE ที่ 20.2 เท่า นั้นได้สะท้อนกำไรที่อ่อนแอใน 3Q24 แล้ว 2) แม้จะมีผลกระทบเชิงลบจากรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติ แต่เรายังคงคาดว่า BH จะมีกำไรเติบโตที่ 10/7% ในปี 2024-25F และ 3) BH มีความสามารถในการทำกำไรสูงสุดในบรรดาหุ้นโรงพยาบาลที่เราทำบทวิเคราะห์ โดยมี ROE ที่ 28.2% ในปี 2025F เทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 18.2%

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	25,296	25,483	26,597	28,288
Net profit	7,006	7,633	8,163	8,332
Consensus NP	—	7,749	8,102	8,389
Diff frm cons (%)	—	(1.5)	0.8	(0.7)
Norm profit	6,978	7,653	8,163	8,332
Prev. Norm profit	—	8,057	8,612	8,897
Chg frm prev (%)	—	(5.0)	(5.2)	(6.3)
Norm EPS (Bt)	8.8	9.6	10.3	10.5
Norm EPS grw (%)	41.2	9.7	6.7	2.1
Norm PE (x)	23.6	21.5	20.2	19.7
EV/EBITDA (x)	16.5	15.3	14.4	13.6
P/BV (x)	6.9	6.0	5.4	5.0
Div yield (%)	2.2	2.8	3.2	3.8
ROE (%)	32.1	29.9	28.2	26.2
Net D/E (%)	(44.5)	(39.7)	(34.8)	(38.5)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 20-Nov-24 (Bt)	207.00
Market Cap (US\$ m)	4,741.2
Listed Shares (m shares)	794.9
Free Float (%)	65.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	23.9
12M Price H/L (Bt)	278.00/206.00
Sector	Health Care
Major Shareholder	Sophonpanich family ~35%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



### Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Thai patient revenue (Bt m)</b>					
- New	7,350	8,398	8,589	8,849	9,176
- Old			8,994	9,356	9,873
- Change (%)			(4.5)	(5.4)	(7.1)
<b>International patient revenue (Bt m)</b>					
- New	13,100	16,899	16,894	17,749	19,113
- Old			18,276	19,295	21,059
- Change (%)			(7.6)	(8.0)	(9.2)
<b>Total revenue (Bt m)</b>					
- New	20,646	25,296	25,483	26,597	28,288
- Old			27,269	28,651	30,932
- Change (%)			(6.6)	(7.2)	(8.5)
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
- New	4,941	6,978	7,653	8,163	8,332
- Old			8,057	8,612	8,897
- Change (%)			(5.0)	(5.2)	(6.3)

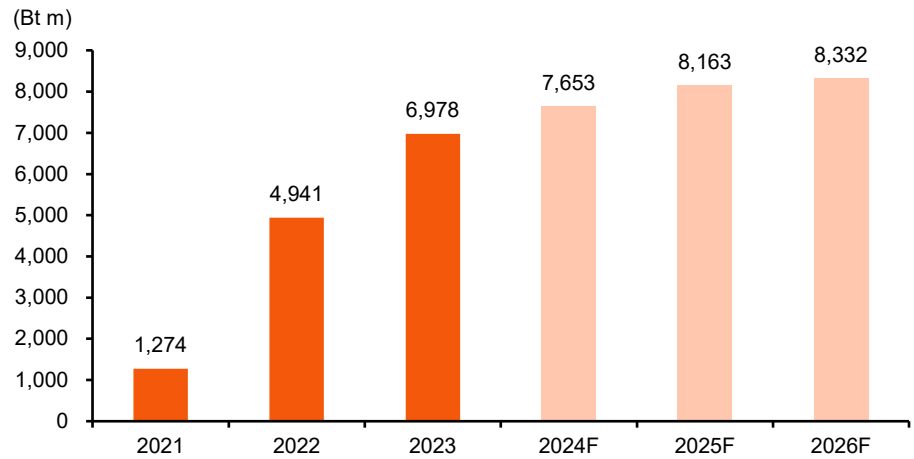
Sources: Company data, Thanachart estimates

### Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	10,688	11,129	11,764	12,369	13,027	13,641	14,281	14,945	15,639	16,367	17,126	—
Free cash flow	4,115	7,727	9,395	9,904	10,442	10,954	11,485	12,029	12,596	13,192	13,812	247,179
PV of free cash flow	4,103	6,725	7,627	7,499	7,374	7,216	6,833	6,644	6,460	6,282	6,107	109,285
Risk-free rate (%)	3.0											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	7.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	182,155											
Net debt (end-2024F)	(11,013)											
Minority interest	362											
Equity value	192,806											
# of shares (m)	795											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>243</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: BH's Rising Earnings Momentum**



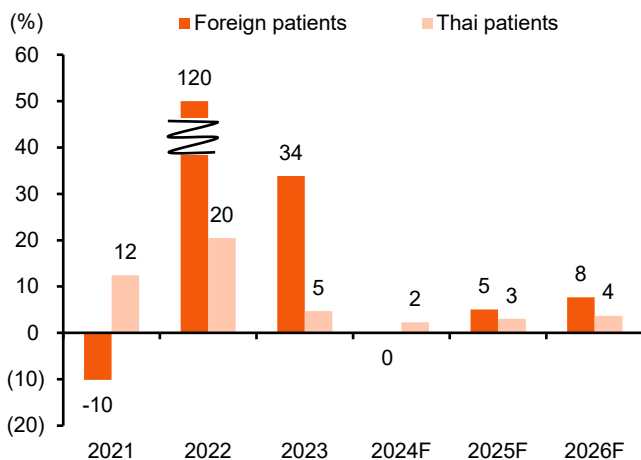
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: Change In Net Patient Revenue Of Top 10 Nationalities**

Nationality	% Change y-y in 3Q24	% Change y-y in 9M24
Qatar	6.0	32.3
Myanmar	(4.2)	(8.6)
Cambodia	(14.5)	(9.6)
Bangladesh	(8.7)	14.7
UAE	(37.2)	(24.2)
US	22.6	17.8
China	25.8	24.3
Oman	(6.0)	11.0
Mongolia	16.3	11.9
Kuwait	(67.1)	(66.4)

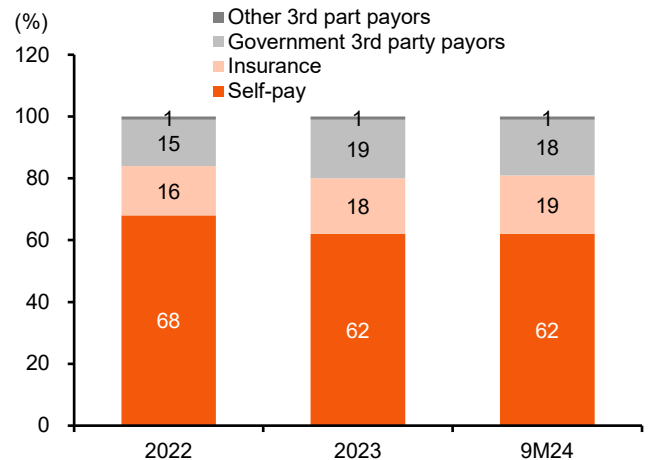
Source: Company data

**Ex 5: Revenue Growth From Thai And Int'l Patients**



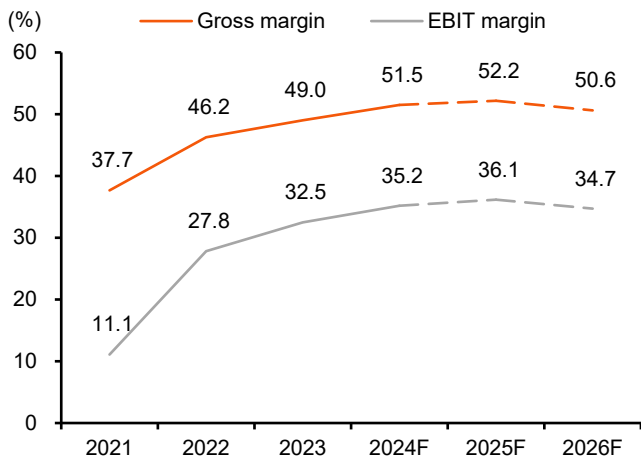
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Revenue Breakdown By Type Of Payor**



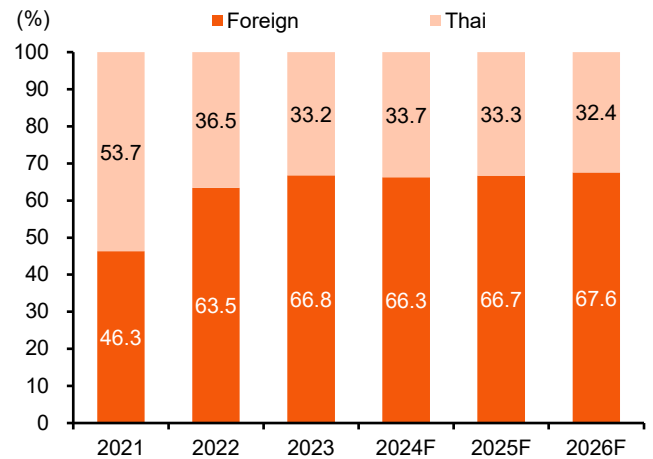
Source: Company data

**Ex 7: Gross Margin And EBIT Margin**



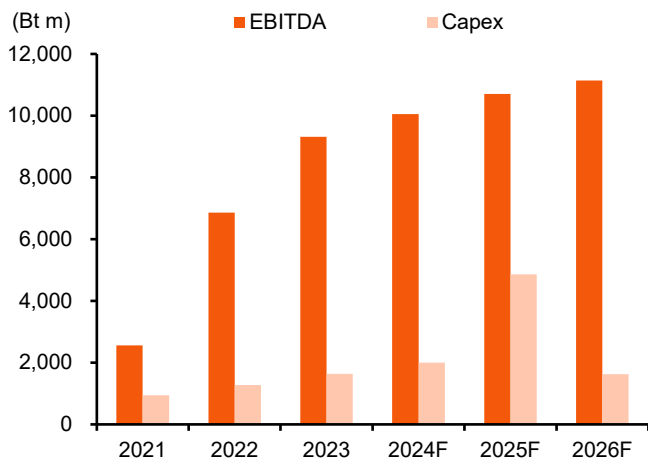
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: Revenue Mix**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: EBITDA And Capex**



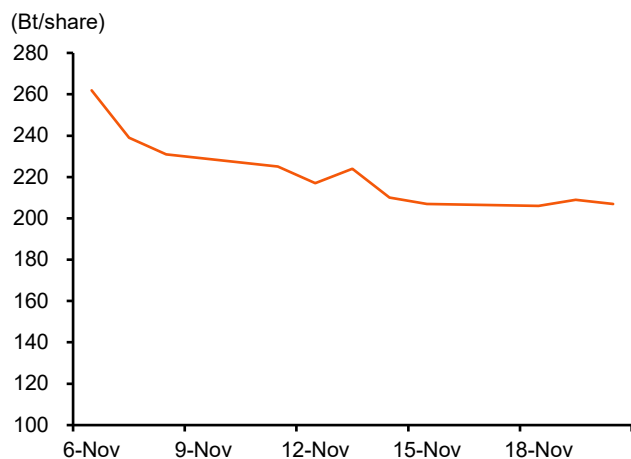
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 10: Investment Plans**

- New Construction**
  - Soi 1 Project
  - BI Hospital Annex
  - BIH Phuket Hospital
- Existing Campus**
  - Expansion/renovation of dental clinic, DCC, Arabic check-up center, ICU, CCU
  - Renovation of inpatient rooms
  - Repair and replacement of MEP systems

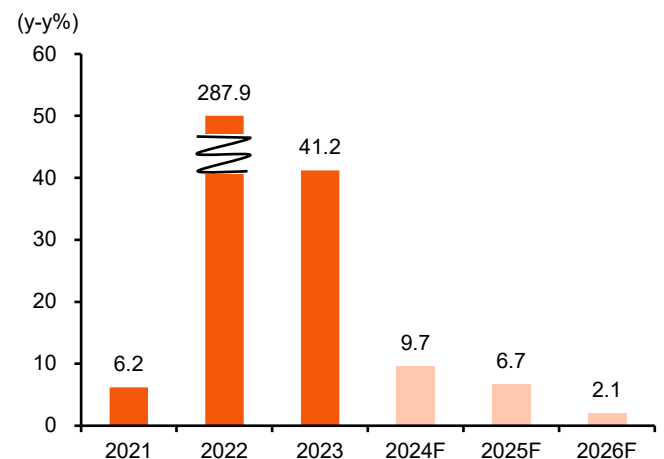
Source: Company data

**Ex 11: BH's Share Price**



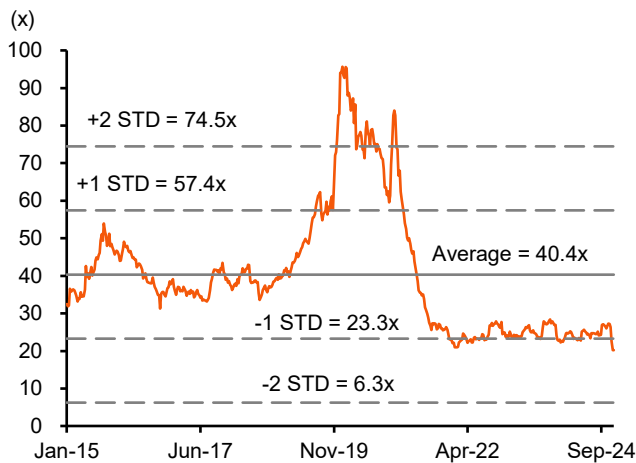
Source: Bloomberg

**Ex 12: EPS Growth**



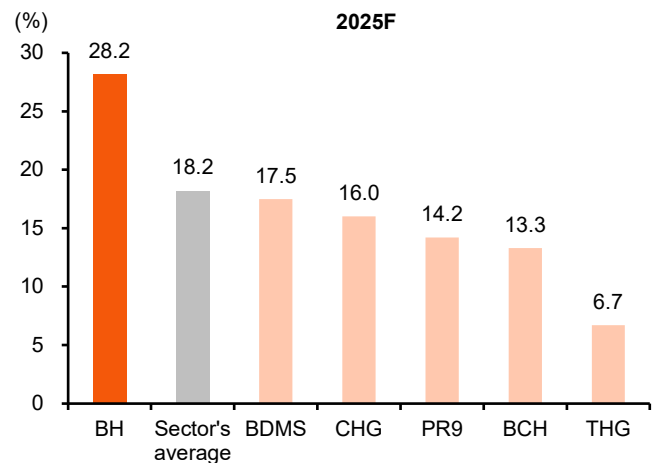
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: STD – PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 14: ROE



Source: Thanachart estimates

## Valuation Comparison

Ex 15: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	na	6.4	30.6	28.8	1.8	1.7	9.2	8.9	2.2	2.3
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	(9.6)	0.9	8.0	8.0	0.8	0.7	8.7	8.4	3.7	3.9
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	(4.3)	14.8	9.2	8.0	1.5	1.3	7.5	6.6	4.6	5.2
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	3.2	56.5	103.7	66.3	13.8	11.8	42.1	32.5	0.2	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	(1.2)	36.2	84.0	61.7	6.2	5.9	41.2	32.0	0.1	0.2
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	9.3	13.6	33.9	29.9	3.8	3.7	15.4	14.2	1.6	1.7
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	(35.9)	7.4	33.8	31.4	2.1	2.0	14.5	13.5	1.2	1.3
Ryman	RYM NZ	New Zealand	na	(12.5)	12.1	13.9	0.7	0.7	16.5	19.6	na	0.0
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	(23.7)	5.4	23.6	22.4	1.5	1.5	11.4	10.6	2.6	2.7
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	11.6	15.1	25.1	21.8	3.0	2.8	12.7	11.2	2.6	3.0
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	11.1	10.9	26.4	23.8	4.2	4.1	20.0	18.1	3.0	3.4
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	9.7	6.7	21.5	20.2	6.0	5.4	15.3	14.4	2.8	3.2
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	10.8	15.1	25.1	21.8	3.6	3.3	16.1	14.0	2.0	2.3
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	29.0	14.5	27.6	24.1	3.6	3.3	15.8	13.8	1.8	2.3
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	(20.4)	29.4	25.3	19.6	1.3	1.3	10.8	9.8	2.0	2.8
<b>Average</b>			<b>(0.8)</b>	<b>14.7</b>	<b>32.7</b>	<b>26.8</b>	<b>3.6</b>	<b>3.3</b>	<b>17.1</b>	<b>15.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 20 November 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน) (BH) ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนในกรุงเทพฯ และปัจจุบันมีจำนวนเตียงทั้งหมด 561 เตียง และมีจำนวนผู้ป่วยนอกมากกว่า 5,500 รายต่อวัน BH เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการด้านการดูแลสุขภาพชั้นนำในประเทศไทย และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ BH กำลังขยายและยกระดับโรงพยาบาลหลักในกรุงเทพฯ เพื่อรองรับความต้องการโรงพยาบาลเอกชนที่เพิ่มขึ้น

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีแบรนด์แข็งแกร่ง ด้วยมีชื่อเสียงระดับนานาชาติ
- มีคุณภาพสูง และการรักษาพยาบาลโรคที่ซับซ้อนด้วยการให้บริการที่ดี
- ฐานผู้ป่วยของโรงพยาบาลเป็นกลุ่มที่มีความสามารถในการจ่ายสูง ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อราคาต่ำกว่า

## O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นน่าจะทำให้ประชาชนมีความสามารถในการใช้จ่ายสำหรับบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพที่ดีขึ้นมากขึ้น
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- การเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	274.05	243.00	-11%
Net profit 24F (Bt m)	7,749	7,633	-2%
Net profit 25F (Bt m)	8,102	8,163	1%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 10	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



## Rating Scale

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

Source: Thanachart; \* CG Rating

## W — Weakness

- มีการให้บริการที่จำกัดด้วยมีโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียว

## T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค เช่น สิงคโปร์ มาเลเซีย และอินเดีย
- ความเสี่ยงด้านนโยบายและกฎระเบียบ
- ความเสี่ยงจากการระบาดของโควิด-19

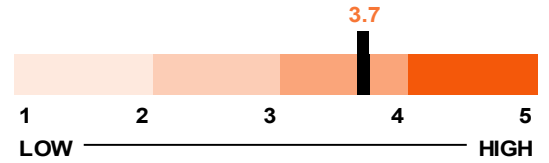
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติต่ำกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ถ้าค่ารักษาพยาบาลและอัตรากำไรต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากมีการแข่งขันมากขึ้นจากผู้ประกอบการโรงพยาบาลที่มีอยู่ และ/หรือผู้ประกอบการรายใหม่จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

BH เป็นโรงพยาบาลระดับไฮเอนด์ ตั้งอยู่ใจกลางกรุงเทพฯ โดยลักษณะธุรกิจ บริษัทฯ ไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก ส่วน ESG อื่น BH ให้ความสำคัญกับเรื่องเหล่านี้พอสมควร เราให้คะแนน ESG สำหรับ BH ที่ 3.7 และคาดว่าคะแนนจะดีขึ้นในอนาคตด้วยนวัตกรรมทางการแพทย์ที่มากขึ้น

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	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)
BH	-	-	-	A	-	59.81	31.00	29.0	4.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, 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
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- BH เป็นโรงพยาบาลระดับไฮเอนด์ ตั้งอยู่ใจกลางกรุงเทพฯ มีอัตราส่วนรายได้ผู้ป่วยต่างชาติสูงสุดในกลุ่ม ด้วยลักษณะธุรกิจ BH ไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ให้ความสำคัญกับประเด็น ESG พอสมควร
- BH กำลังสำรวจและพัฒนาความเป็นไปได้ในแหล่งพลังงานหมุนเวียนเพื่อพัฒนากลยุทธ์การลดการปล่อยก๊าซในระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาว ลงไปอีก
- BH รักษาคุณภาพอากาศในโรงพยาบาลให้มีมาตรฐานสูง โดยดำเนินการสำรวจคุณภาพอากาศ เปลี่ยนไส้กรองอากาศของเครื่องควบคุมอากาศ (AHU) ทั้งหมด และติดตั้งระบบการใช้แสงอัลตราไวโอเลต UV ที่มีความเข้มข้นสูงพิเศษเพื่อทำลายเชื้อโรคต่างๆ ในระบบปรับอากาศ HVAC
- BH ทำการประเมินการลดการไหลของน้ำ โดยการหาทางเลือกต่างๆ ตั้งแต่เปลี่ยนอ่างล้างมือไปจนถึงออกแบบระบบ HVAC ของ BH ใหม่ เพื่อลดการใช้
- BH มุ่งมั่นที่จะลดการสร้างของเสียให้น้อยที่สุด บริษัทฯ มีแนวทางและความคิดริเริ่มในการจัดการขยะมูลฝอยและของเสียอันตรายตามระเบียบและมาตรฐาน

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- BH ติดตามและควบคุมการปฏิบัติตามแรงงานเพื่อให้แน่ใจว่าสอดคล้องกับหลักเกณฑ์ในประเทศและระดับสากลที่เกี่ยวข้องและดำเนินการปรับปรุงอย่างต่อเนื่อง บริษัทฯ มี 'นโยบายสิทธิมนุษยชน' ที่เน้นการปกป้องสิทธิของพนักงาน
- BH ดำเนินการอย่างโปร่งใสและเป็นธรรมในกระบวนการจัดหางาน และให้โอกาสที่เท่าเทียมกันแก่ผู้สมัครงานโดยไม่เลือกปฏิบัติต่อเชื้อชาติ สัญชาติ ศาสนา เพศ ภาษา อายุ รสนิยมทางเพศ สถานะทางสังคม ความพิการทางร่างกายหรือจิตใจ
- BH มี "การพัฒนาคุณภาพและแผนด้านความปลอดภัยของผู้ป่วย" ซึ่งตอบสนองต่อความต้องการและรับรองความพึงพอใจของผู้ป่วย ขั้นตอนนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อปรับปรุงบริการ ลดต้นทุน และลดความขัดแย้งและความไม่สะดวกแก่ผู้ป่วยและพนักงาน
- BH ยังคงได้รับการรับรองโดย JCI, A-HA, มาตรฐานการรับรองระบบการรักษายาบาลระดับโลก รวมถึงกฎระเบียบอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการบริษัท ประกอบด้วย กรรมการอิสระ 5 ท่าน จากทั้งหมด 11 ท่าน โดย 2 ท่าน เป็นผู้หญิง
- BH มีนโยบายเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส ครบถ้วน เชื่อถือได้ และทันเวลาผ่านช่องทางต่างๆ ที่เข้าถึงได้ง่าย
- BH มี "แอปพลิเคชันบำรุงราษฎร์" ซึ่งเป็นแอปพลิเคชันมือถือเพื่ออำนวยความสะดวกในการจองนัดหมายปรึกษาทางไกล ชำระเงิน และเข้าถึงข้อมูลสุขภาพของผู้ป่วย
- ในด้านนวัตกรรม BH ได้ลงทุนในเทคโนโลยี Next Generation Sequencing (NGS) BH ประสบความสำเร็จมากในการทดสอบทางพันธุกรรมสำหรับความเสี่ยงของโรคมะเร็งและความเสี่ยงทางพันธุกรรมของโรคหัวใจ
- BH ให้ความสำคัญกับการเปิดศูนย์เฉพาะทางมากขึ้น เช่น สถาบันเวชศาสตร์จิวเน็ม, Hydrogel Spacers ที่ศูนย์ระบบทางเดินปัสสาวะ, สถาบันหัวใจ เป็นต้น BH ยังได้ลงทุนใน "Martech Transformation Platform" อีกด้วย

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

2024F revenue hit by falling Kuwaiti and UAE patients

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	20,646	25,296	25,483	26,597	28,288
Cost of sales	11,099	12,895	12,364	12,718	13,967
<b>Gross profit</b>	<b>9,546</b>	<b>12,401</b>	<b>13,119</b>	<b>13,879</b>	<b>14,321</b>
% gross margin	46.2%	49.0%	51.5%	52.2%	50.6%
Selling & administration expenses	3,798	4,180	4,151	4,266	4,500
<b>Operating profit</b>	<b>5,748</b>	<b>8,221</b>	<b>8,968</b>	<b>9,613</b>	<b>9,821</b>
% operating margin	27.8%	32.5%	35.2%	36.1%	34.7%
Depreciation & amortization	1,117	1,097	1,086	1,088	1,320
<b>EBITDA</b>	<b>6,865</b>	<b>9,318</b>	<b>10,054</b>	<b>10,701</b>	<b>11,141</b>
% EBITDA margin	33.3%	36.8%	39.5%	40.2%	39.4%
Non-operating income	308	392	499	481	486
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4)	(2)	(7)	(7)	(6)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>6,053</b>	<b>8,610</b>	<b>9,460</b>	<b>10,088</b>	<b>10,301</b>
Income tax	1,072	1,583	1,741	1,856	1,895
<b>After-tax profit</b>	<b>4,981</b>	<b>7,028</b>	<b>7,720</b>	<b>8,231</b>	<b>8,405</b>
% net margin	24.1%	27.8%	30.3%	30.9%	29.7%
Shares in affiliates' Earnings	(1)	(1)	(1)	0	0
Minority interests	(39)	(49)	(66)	(68)	(73)
Extraordinary items	(3)	28	(20)	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>4,938</b>	<b>7,006</b>	<b>7,633</b>	<b>8,163</b>	<b>8,332</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>4,941</b>	<b>6,978</b>	<b>7,653</b>	<b>8,163</b>	<b>8,332</b>
EPS (Bt)	6.2	8.8	9.6	10.3	10.5
Normalized EPS (Bt)	6.2	8.8	9.6	10.3	10.5

## BALANCE SHEET

New buildings and new hospital due to be added in 2026

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	11,419	15,685	15,756	15,737	18,231
Cash & cash equivalent	8,276	10,745	11,050	10,830	13,000
Account receivables	2,658	4,408	4,189	4,372	4,650
Inventories	326	362	347	357	392
Others	159	169	170	177	189
Investments & loans	1	13	13	13	13
Net fixed assets	11,731	12,302	13,228	17,017	17,340
Other assets	1,108	1,212	3,231	3,254	3,282
<b>Total assets</b>	<b>24,259</b>	<b>29,212</b>	<b>32,228</b>	<b>36,021</b>	<b>38,866</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	3,415	4,184	3,498	3,974	4,128
Account payables	1,085	1,078	1,186	1,220	1,339
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	2,330	3,106	2,312	2,755	2,789
<b>Total LT debt</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>37</b>	<b>35</b>	<b>48</b>
Others LT liabilities	814	906	976	1,005	1,056
<b>Total liabilities</b>	<b>4,253</b>	<b>5,114</b>	<b>4,510</b>	<b>5,015</b>	<b>5,232</b>
Minority interest	300	297	362	431	504
Preferreds shares	1	1	1	1	1
Paid-up capital	795	795	795	795	795
Share premium	450	450	450	450	450
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	12	67	67	67	67
<b>Retained earnings</b>	<b>18,448</b>	<b>22,489</b>	<b>26,043</b>	<b>29,263</b>	<b>31,818</b>
Shareholders' equity	19,705	23,801	27,356	30,576	33,131
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>24,259</b>	<b>29,212</b>	<b>32,228</b>	<b>36,021</b>	<b>38,866</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates



**CASH FLOW STATEMENT****Strong cashflow from operations**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Earnings before tax	6,053	8,610	9,460	10,088	10,301
Tax paid	(594)	(1,396)	(1,759)	(1,809)	(1,849)
Depreciation & amortization	1,117	1,097	1,086	1,088	1,320
Chg In working capital	(915)	(1,793)	341	(159)	(193)
Chg In other CA & CL / minorities	480	527	(778)	388	(23)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>6,141</b>	<b>7,045</b>	<b>8,351</b>	<b>9,596</b>	<b>9,555</b>
Capex	(1,277)	(1,644)	(2,000)	(4,864)	(1,631)
Right of use	(8)	(53)	(55)	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(0)	(12)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	6	17	(1,906)	(7)	12
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(1,279)</b>	<b>(1,692)</b>	<b>(3,961)</b>	<b>(4,871)</b>	<b>(1,619)</b>
Debt financing	(2)	28	(7)	(1)	12
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,543)	(2,938)	(4,078)	(4,943)	(5,778)
Warrants & other surplus	24	28	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(2,521)</b>	<b>(2,883)</b>	<b>(4,086)</b>	<b>(4,944)</b>	<b>(5,766)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>4,864</b>	<b>5,400</b>	<b>6,351</b>	<b>4,732</b>	<b>7,924</b>

**VALUATION****BH is inexpensive, in our view**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Normalized PE (x)	33.3	23.6	21.5	20.2	19.7
Normalized PE - at target price (x)	39.1	27.7	25.2	23.7	23.2
PE (x)	33.3	23.5	21.6	20.2	19.7
PE - at target price (x)	39.1	27.6	25.3	23.7	23.2
EV/EBITDA (x)	22.8	16.5	15.3	14.4	13.6
EV/EBITDA - at target price (x)	26.9	19.6	18.1	17.0	16.2
P/BV (x)	8.4	6.9	6.0	5.4	5.0
P/BV - at target price (x)	9.8	8.1	7.1	6.3	5.8
P/CFO (x)	26.8	23.4	19.7	17.1	17.2
Price/sales (x)	8.0	6.5	6.5	6.2	5.8
Dividend yield (%)	1.7	2.2	2.8	3.2	3.8
FCF Yield (%)	3.0	3.3	3.9	2.9	4.8
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	6.2	8.8	9.6	10.3	10.5
EPS	6.2	8.8	9.6	10.3	10.5
DPS	3.5	4.5	5.8	6.7	7.9
BV/share	24.8	29.9	34.4	38.5	41.7
CFO/share	7.7	8.9	10.5	12.1	12.0
FCF/share	6.1	6.8	8.0	6.0	10.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

*Still enjoying earnings  
growth, despite hit of fewer  
Kuwait and UAE patients*

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	66.4	22.5	0.7	4.4	6.4
Net profit (%)	306.2	41.9	8.9	6.9	2.1
EPS (%)	306.2	41.9	8.9	6.9	2.1
Normalized profit (%)	287.9	41.2	9.7	6.7	2.1
Normalized EPS (%)	287.9	41.2	9.7	6.7	2.1
Dividend payout ratio (%)	56.3	51.1	60.0	65.0	75.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	46.2	49.0	51.5	52.2	50.6
Operating margin (%)	27.8	32.5	35.2	36.1	34.7
EBITDA margin (%)	33.3	36.8	39.5	40.2	39.4
Net margin (%)	24.1	27.8	30.3	30.9	29.7
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	21.9	26.1	24.9	23.9	22.3
ROE - using norm profit (%)	26.7	32.1	29.9	28.2	26.2
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	26.9	32.3	30.2	28.4	26.4
- asset turnover (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	29.3	34.0	37.2	38.0	36.4
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
- interest burden (%)	99.9	100.0	99.9	99.9	99.9
- tax burden (%)	82.3	81.6	81.6	81.6	81.6
WACC (%)	6.7	6.7	6.7	7.2	7.2
ROIC (%)	41.6	58.6	55.9	48.0	40.5
NOPAT (Bt m)	4,730	6,710	7,318	7,844	8,014
invested capital (Bt m)	11,453	13,080	16,343	19,781	20,178

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)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required 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 disseminated 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	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> 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.moody's.com](http://www.moody's.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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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.

MJJK 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 MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJJK 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.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย  
siripom.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA  
naripom.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

### มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราวณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สภาพร

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