

# Thailand Healthcare Sector

## กลับมาเติบโตในระดับปกติ

Company	BBG code	Rec.	TP Norm EPS growth		- Norm PE -		- P/BV -		- EV/EBITDA -		- Div yield -		
			(Bt)	2024F (%)	2025F (%)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (%)	2025F (%)
Bangkok Chain Hospital	BCH TB	BUY	21.50	(14.4)	33.8	31.9	23.8	3.0	2.8	14.5	11.7	2.2	3.1
Bangkok Dusit Medical	BDMS TB	BUY	34.00	9.4	8.7	24.3	22.3	3.8	3.7	18.2	16.7	3.3	3.6
Bumrungrad Hospital	BH TB	BUY	243.00	9.7	6.7	20.3	19.0	5.7	5.1	14.3	13.5	3.0	3.4
Chularat Hospital	CHG TB	BUY	3.40	(3.4)	25.2	25.9	20.7	3.4	3.2	15.7	12.0	2.9	3.6
Praram 9 Hospital	PR9 TB	BUY	30.00	29.0	14.5	28.1	24.6	3.6	3.4	16.2	14.1	1.8	2.2
Thonburi Healthcare Group	THG TB	SELL	12.20	(78.8)	147.2	84.0	34.0	1.3	1.2	11.6	11.0	0.0	1.6

Source: Thanachart estimates, Based on 8 January 2025 closing prices

กลุ่มธุรกิจโรงพยาบาลของไทยกำลังเข้าสู่ช่วงเติบโตในระดับปกติของธุรกิจมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ด้วยปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่ง และมูลค่าหุ้นที่ถูกปรับลดลงแล้ว เราจึงยังคงให้น้ำหนักลงทุนกลุ่มเป็น "OVERWEIGHT" โดยให้ BCH และ CHG เป็นหุ้น Top Picks แทนที่ BDMS และ PR9

### การเติบโตที่ชะลอตัวสะท้อนในมูลค่าหุ้น

กลุ่มโรงพยาบาลของไทยกำลังเข้าสู่รอบการเติบโตของกำไรที่ต่ำลงจากฐานกำไรที่สูงแล้ว โดยมีอัตราการเติบโตของ EPS เฉลี่ย 3 ปีที่ 8% ในปี 2025-27F เทียบกับการเติบโตเฉลี่ยที่ 20% ต่อปีในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ปัจจัยพื้นฐานของกลุ่มนี้ยังคงแข็งแกร่ง โดยได้แรงหนุนจากแนวโน้มของสังคมผู้สูงอายุ อัตราค่ารักษาที่เพิ่มขึ้นจากการรักษาโรคร้ายแรงและการขยายศูนย์เฉพาะทางมากขึ้น และการขยายกำลังการผลิต ROE ของกลุ่มฯ อยู่ในระดับที่เหมาะสมที่ราว 18% และด้วย PE ที่ปรับลดลงแล้วเหลือ 21.6 เท่า ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตที่ชะลอตัวลง เราจึงแนะนำให้ลดน้ำหนักการลงทุนกลุ่มโรงพยาบาลที่ "OVERWEIGHT"

### ปัจจัยผลักดันกำไร

ปัจจัยหลักผลักดันกำไรในรอบการเติบโตนี้คือ 1) จำนวนผู้ป่วยชาวไทยที่เติบโต 4-5% ต่อปี ในปี 2025-27F 2) จำนวนผู้ป่วยต่างชาติที่เติบโต 4-5% ต่อปี แม้จะไม่มีผู้ป่วยชาวตะวันตกที่ได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล 3) ค่ารักษาพยาบาลต่อใบเสร็จเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้น 2-3% ต่อปี 4) รายได้จากโครงการประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น 5-10% ต่อปี และ 5) EBIT margin เพิ่มขึ้นเป็น 17.9% ในปี 2027F จาก 17.0% ในปี 2024F จากการรักษาโรคร้ายแรงมากขึ้น และผลของ operating leverage

### ความท้าทายในอุตสาหกรรม

ความท้าทายของอุตสาหกรรมนี้คือ 1) หลักเกณฑ์การเคลมประกันสุขภาพที่เข้มงวดมากขึ้น และการนำประกันสุขภาพแบบร่วมจ่าย (co-payment) มาใช้มากขึ้นตั้งแต่ปี 2025F และ 2) ฐานต้นทุนการรักษาพยาบาลที่สูงอยู่แล้วสำหรับคนไทย การตัดสินใจล่าสุดของสำนักงานประกันสังคมในการรับประกันอัตราค่ารักษาพยาบาลสำหรับการรักษาผู้ป่วยในที่มีต้นทุนสูงที่ 12,000 บาท/RW ทำให้โรงพยาบาลที่ให้บริการประกันสังคมมีความเสี่ยงน้อยลง ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ประกันสังคมจ่ายน้อยกว่าจำนวนที่แจ้งไว้ที่ 12,000 บาท/RW ในช่วงเดือนท้ายๆ ของปี

### เปลี่ยนหุ้น Top Picks

เราให้ BCH และ CHG เป็นหุ้น Top Picks แทนที่ BDMS และ PR9 ในกลุ่มโรงพยาบาล เนื่องจากเราคาดว่าทั้งสองบริษัทจะมีการเติบโตของ EPS ที่ดีกว่ากลุ่มอุตสาหกรรม โดยการเติบโตของ EPS ของ BCH อยู่ที่ 34/11% ในปี 2025-26F ส่วน CHG เติบโต 25/11% ในปี 2025-26F ทั้งสองบริษัทยังเป็นผู้นำในบริการประกันสังคม และจะได้รับประโยชน์จากการชำระเงินเต็มจำนวนตามอัตรามาตรฐานที่ 12,000 บาท/RW ขณะที่ BDMS และ PR9 มีการเติบโตของ EPS ที่ต่ำกว่า แต่ซื้อขายที่ PE ที่ใกล้เคียงกัน

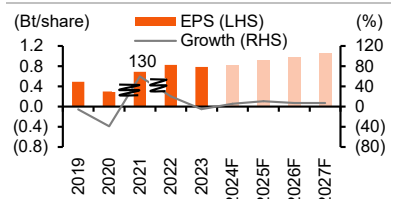


SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

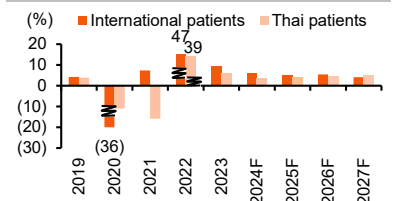
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### Organic Earnings Growth



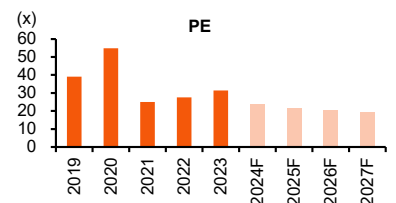
Sources: Company data, Thanachart estimates

### Slow Growth Of Cash Patients



Sources: Company data, Thanachart estimates

### Sector Valuation Looks Inexpensive

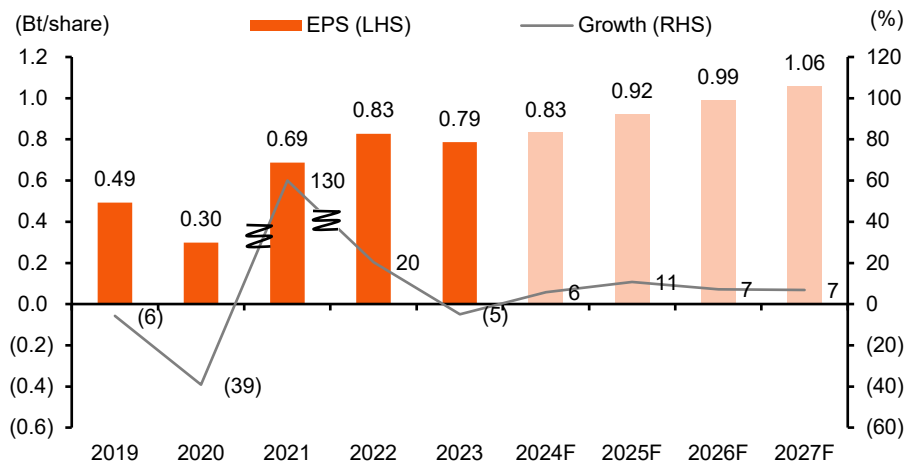


Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

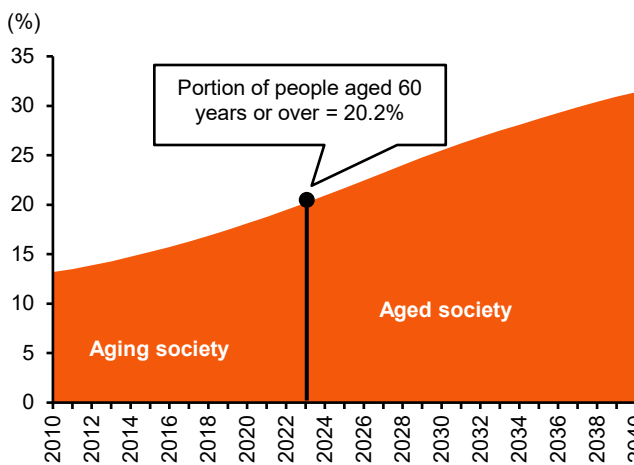


**Ex 1: Healthcare Sector's EPS And Growth**



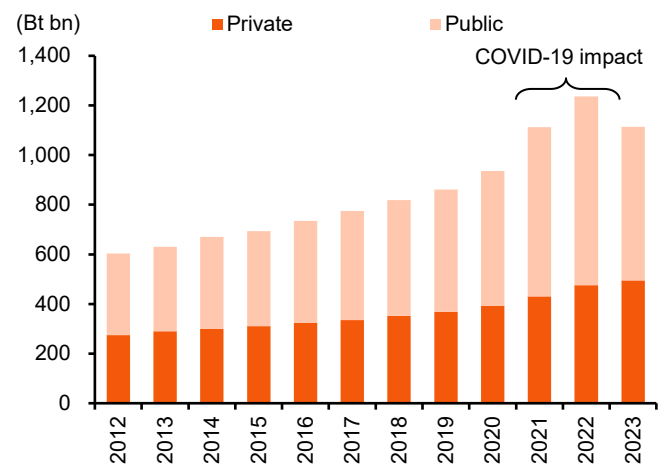
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Thailand's Aged Society**



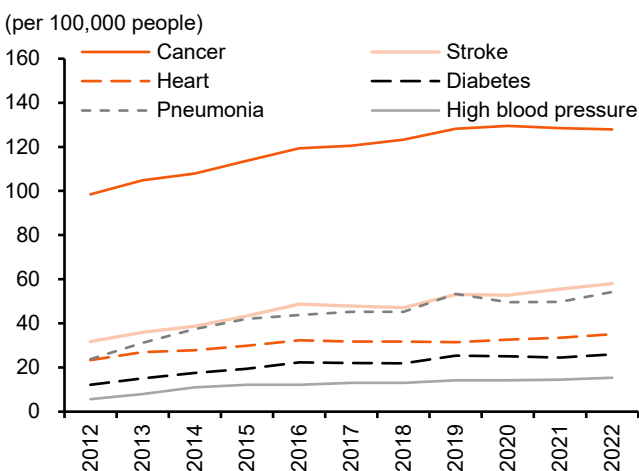
Source: National Statistical Office

**Ex 3: Healthcare Expenditure In Thailand**



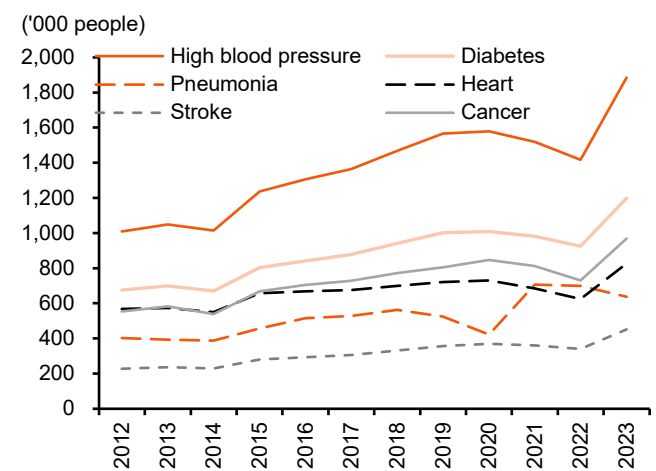
Source: NESDB

**Ex 4: Leading Causes Of Death In Thailand**



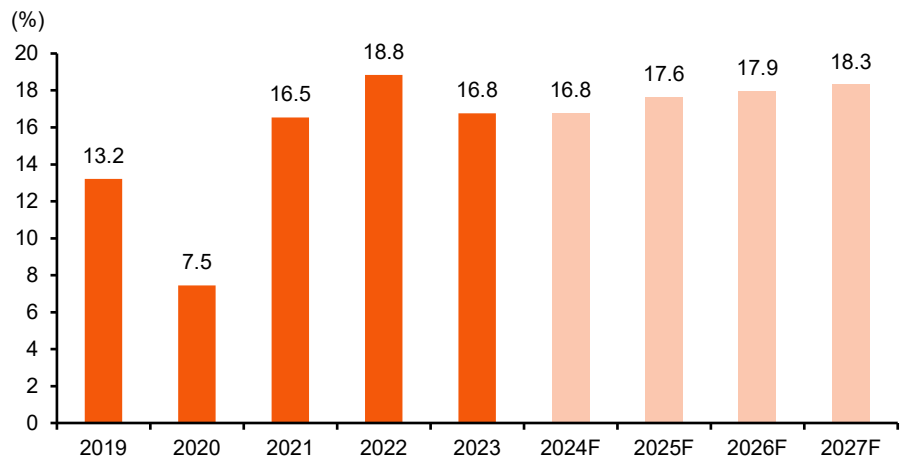
Source: Ministry of Public Health

**Ex 5: Leading Causes Of Admission In Thailand**



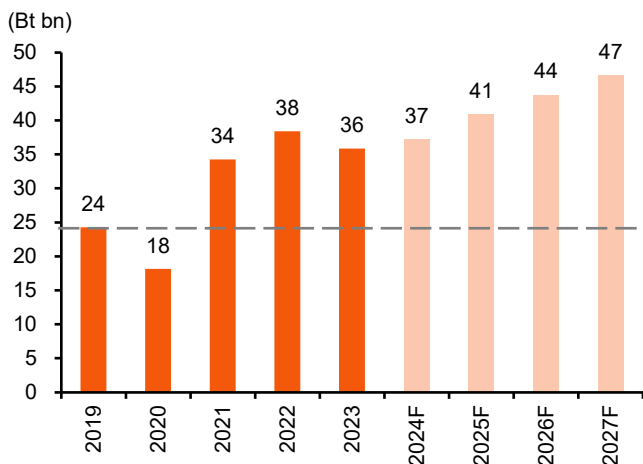
Source: Ministry of Public Health

**Ex 6: Healthcare Sector's ROE**



Sources: Company data, Thanachart estimates

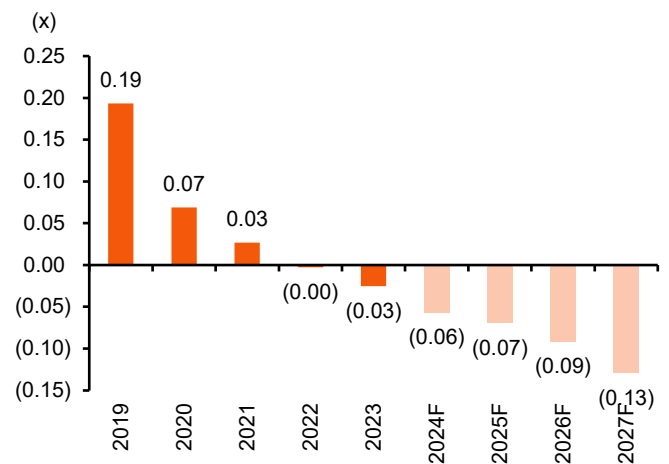
**Ex 7: Healthcare Sector's EBITDA\***



Sources: Company data, Thanachart estimates

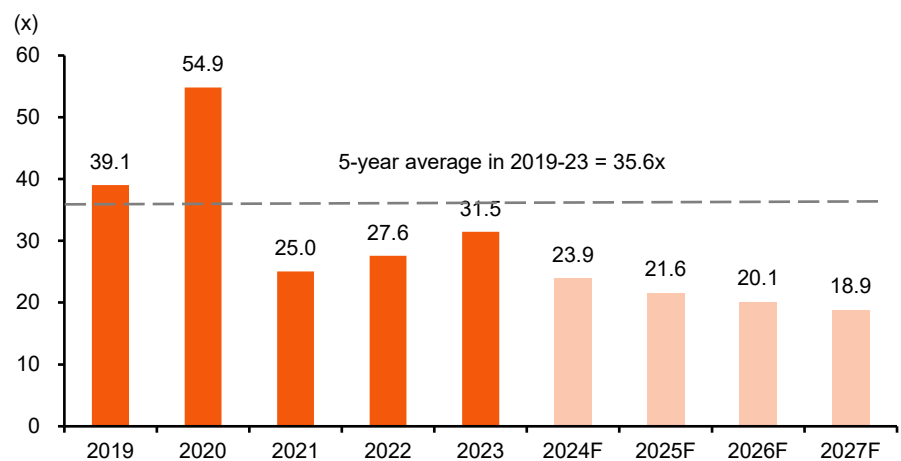
Note: \* EBITDA excluding right-of-use amortization

**Ex 8: Healthcare Sector's Net D/E**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: Healthcare Sector's PE**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 10: Our Earnings Revisions

Stocks	Earnings (Bt m)											
	New				Old				Change (%)			
	2024F	2025F	2026F	2027F	2024F	2025F	2026F	2027F	2024F	2025F	2026F	2027F
BCH	1,204	1,612	1,792	1,892	1,353	1,612	1,792	1,892	(11.0)	—	—	—
BDMS	15,724	17,096	18,499	19,713	15,978	17,722	19,254	20,312	(1.6)	(3.5)	(3.9)	(3.0)
BH	7,653	8,163	8,332	8,866	7,653	8,163	8,332	8,866	—	—	—	—
CHG	1,010	1,265	1,402	1,495	1,113	1,265	1,402	1,495	(9.2)	—	—	—
PR9	720	824	908	992	720	824	908	992	—	—	—	—
THG	139	344	484	615	523	676	859	1,075	(73.4)	(49.1)	(43.6)	(42.8)
<b>Sector</b>	<b>26,451</b>	<b>29,303</b>	<b>31,418</b>	<b>33,571</b>	<b>27,339</b>	<b>30,263</b>	<b>32,548</b>	<b>34,632</b>	<b>(3.2)</b>	<b>(3.2)</b>	<b>(3.5)</b>	<b>(3.1)</b>

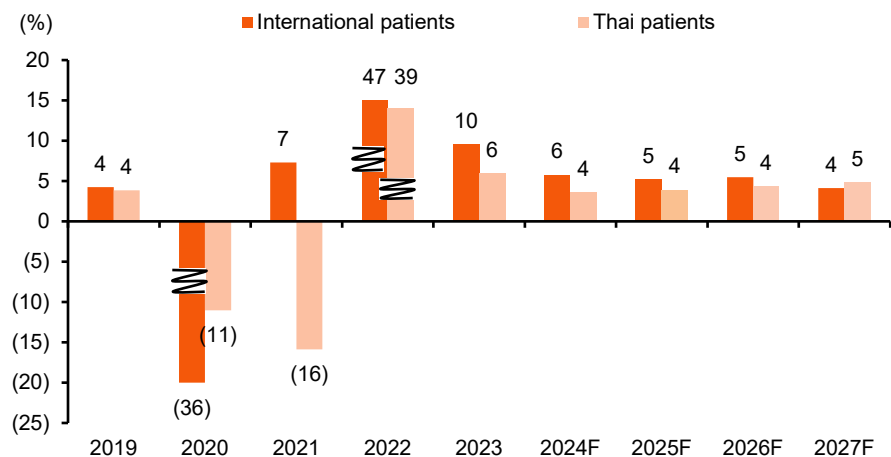
Source: Thanachart estimates

## Ex 11: Our Recommendation And TP Changes

Stocks	Recommendation		TP (Bt/share)		Change in key assumptions
	New	Old	New	Old	
BCH	BUY	BUY	21.5	21.5	▪ Revise down SSS revenue and gross margin but revise up SG&A to sales in 2024F
BDMS	BUY	BUY	34.0	39.0	▪ Revise down Thai patient growth and average billing size
BH	BUY	BUY	243.0	243.0	▪ No change
CHG	BUY	BUY	3.4	3.4	▪ Revise down SSS revenue and gross margin but revise up SG&A to sales in 2024F
PR9	BUY	BUY	30.0	29.0	▪ Revise up our long-term gross margin
THG	SELL	SELL	12.2	25.0	▪ Revise down all three key businesses: hospital business, hospital and excellence center management, and residential sales

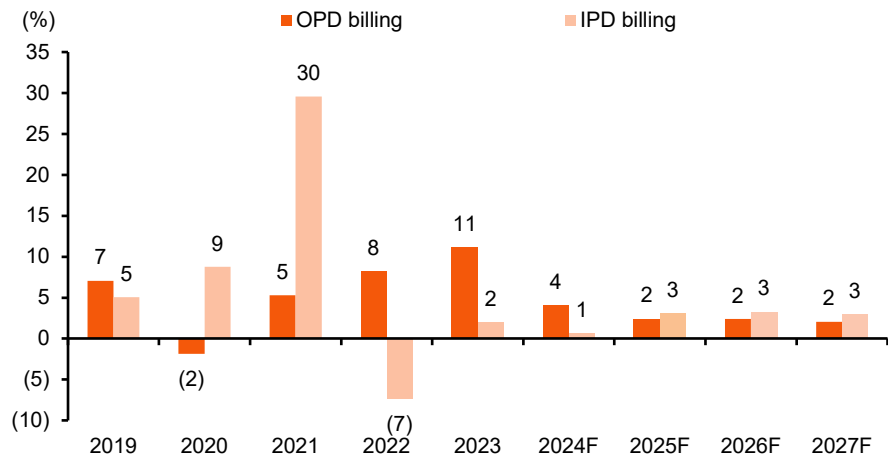
Source: Thanachart estimates

## Ex 12: Thai And International Patient Growth



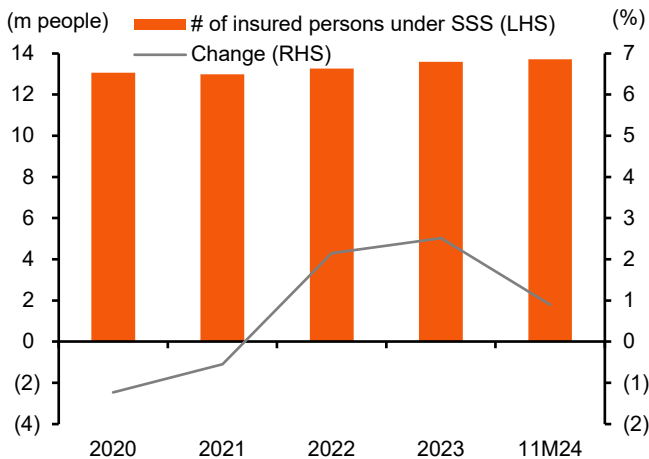
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 13: OPD And IPD Billing Growth**



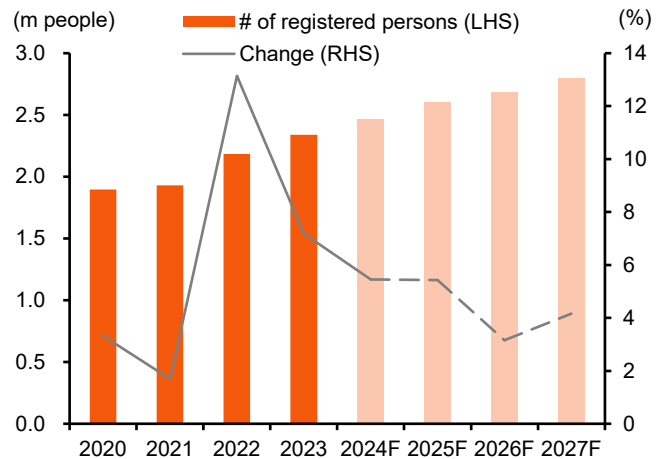
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 14: # Of Insured Persons Under SSS\***



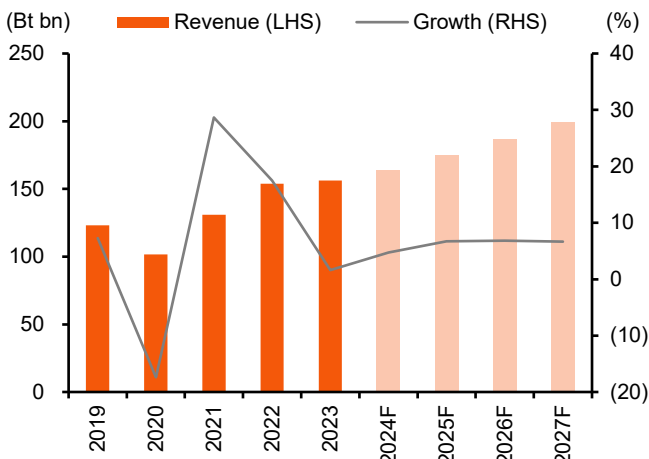
Source: Social Security Office  
 Note: \* Sections 33 and 39

**Ex 15: # Of Registered Persons In Private Hospitals\***



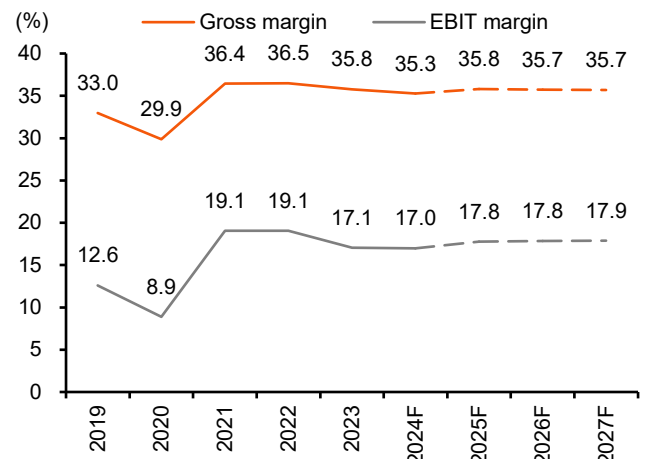
Sources: Company data, Thanachart estimates  
 Note: \* Hospitals under our coverage, including BCH, CHG, THG, and BDMS

**Ex 16: Healthcare Sector's Revenue And Growth**



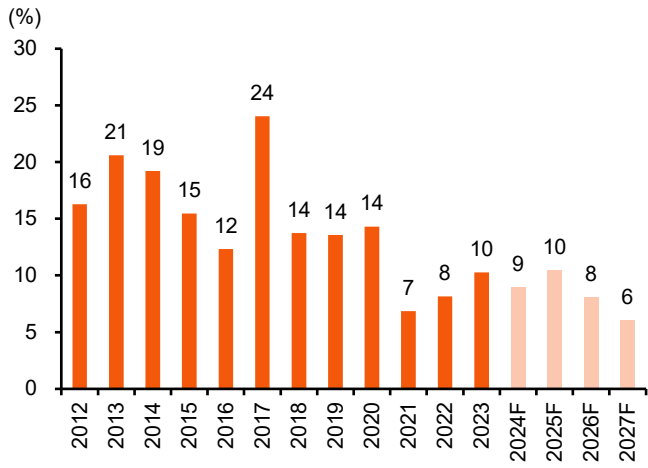
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 17: Healthcare Sector's Expanding Margin**



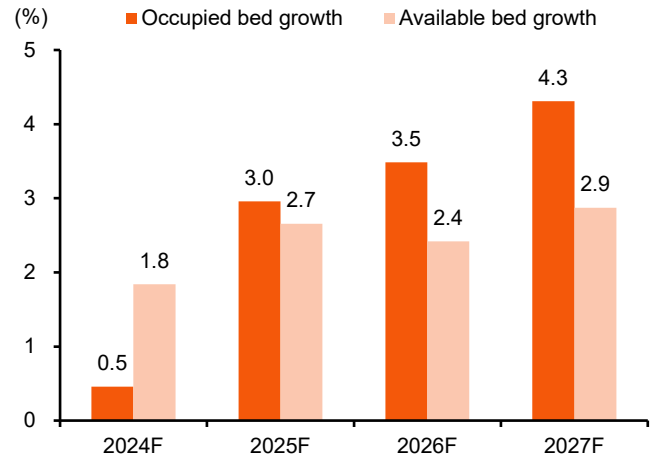
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 18: Capex-To-Sales Ratio**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 19: Growth Of Demand Vs. Supply \***



Sources: Company data, Thanachart estimates

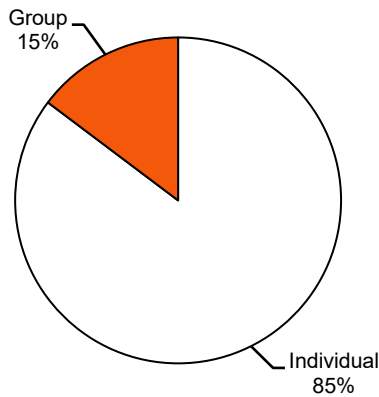
Note: \* Only of hospitals under our coverage

## Ex 20: New Capacity Expansions Plans In 2024-28

	Project name	Project type	Active beds (As of 2023)	Additional IPD beds capacity					Total
				2024	2025	2026	2027	2028	
<b>BCH</b>	Kasemrad Ari Cancer Rangsi Raksa Center	Brownfield (OPD)		/					
	Kasemrad Hospital Suvarnabhumi	Greenfield (1st phase = 100 beds)					268		268
	Kasemrad Hospital Rayong	Greenfield (1st phase = 100 beds)						200	200
	<b>Sub total</b>		<b>2,254</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>268</b>	<b>200</b>	<b>468</b>
<b>BDMS</b>	Phuket Cancer Center	Greenfield (OPD)		/					
	Phyathai Sriracha - SSS	Greenfield (1st phase = 72 beds)		113					113
	Samitivej International Children	New building (1st phase = 59 beds)			100				100
	Bangkok Chiangmai	New building (1st phase = 59 beds)			90				90
	Phyathai Bowin	New building (1st phase = 59 beds)			220				220
	Phyathai 1	New building (1st phase = 59 beds)					160		160
	Bangkok Kho Yai	Greenfield					53		53
	<b>Sub total</b>		<b>6,577</b>	<b>113</b>	<b>410</b>	<b>213</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>736</b>
<b>BH</b>	New VitalLife Building in Phuket	New building (OPD)		/					
	Room renovation + ICU	Expansion		89					89
	Annex Building	New building (OPD)					/		
	Soi 1 - IPD building	New building					59		59
	BIH Phuket	Greenfield (1st phase = 50 beds)					212		212
<b>Sub total</b>		<b>472</b>	<b>89</b>	<b>-</b>	<b>271</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>360</b>	
<b>CHG</b>	Chularat Ruampaet Chachoengsao	Expansion			71				71
	Chularat 11 Hospital	New building (OPD)			/				
	Chularat Hospital Rayong	Expansion (1st phase = 59 beds)					200		200
	Chularat 3 Hospital	Two new buildings (1st phase = 50 beds)					100		100
		Chularat Medical Center			27				27
<b>Sub total</b>		<b>911</b>	<b>27</b>	<b>71</b>	<b>-</b>	<b>300</b>	<b>-</b>	<b>398</b>	
<b>PR9</b>	Nurse Dormitory	New building					/		-
<b>Sub total</b>		<b>204</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	
<b>THG</b>	Thonburi Hospital	New building (OPD)				/			-
	Thonburi Thawiwatthana	New building			49				49
	Rajyindee Hospital	Wellness and car parking		/					-
	Rajyindee Hospital	New building				24			24
	Thonburi Trang Hospital	Greenfield			23				23
	Thonburi Rangsit Hospital	Greenfield						250	250
<b>Subtotal</b>		<b>1,158</b>	<b>-</b>	<b>72</b>	<b>24</b>	<b>-</b>	<b>250</b>	<b>346</b>	
<b>Total</b>		<b>11,576</b>	<b>229</b>	<b>553</b>	<b>508</b>	<b>568</b>	<b>450</b>	<b>2,308</b>	

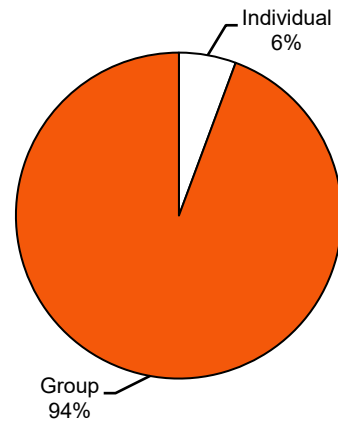
Source: Company data

**Ex 21: Number Of Health Insurance Policy Breakdown\***



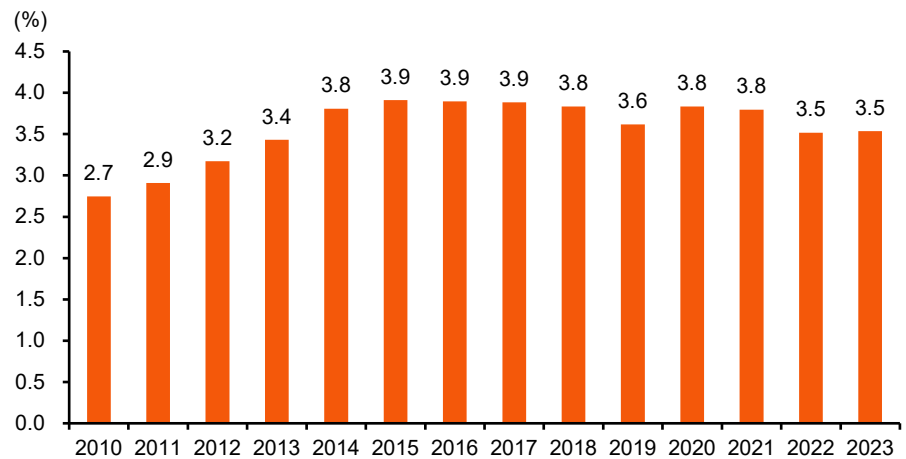
Source: OIC  
 Note: \* As of October 2024; excluding accident and critical illness insurance

**Ex 22: Breakdown of Health Insurance Policyholders \***



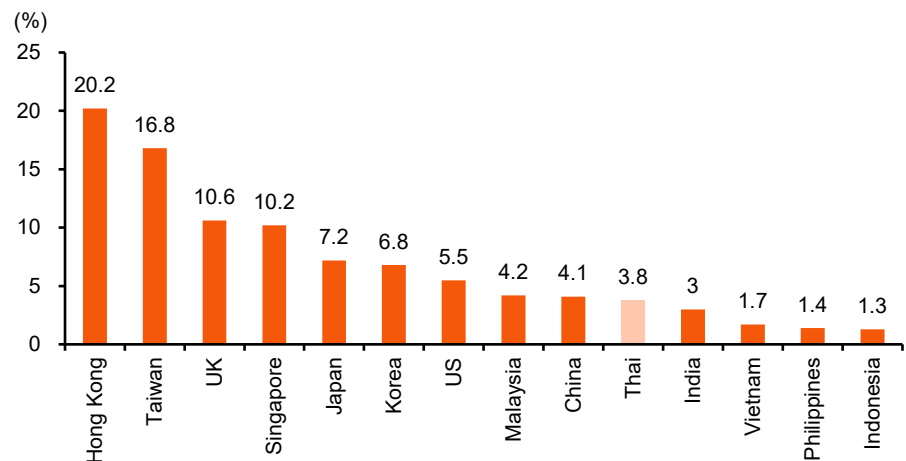
Source: OIC  
 Note: \* As of October 2024; excluding accident and critical illness insurance

**Ex 23: % Of Life Insurance Premiums To Thailand's GDP**



Sources: OIC, NESDB

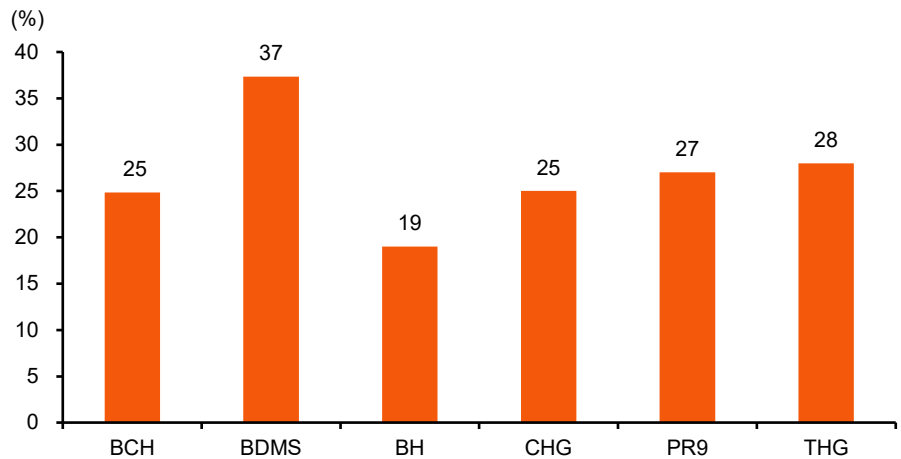
**Ex 24: % Of Life Insurance Premiums To Thailand's GDP In 2020**



Source: OECD

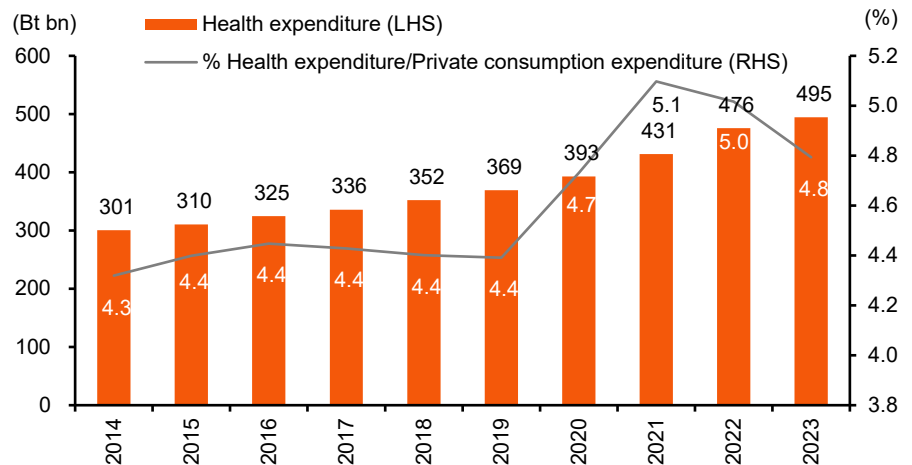


**Ex 25: Revenue Contribution From Insurance-Pay Patients In 9M24\***



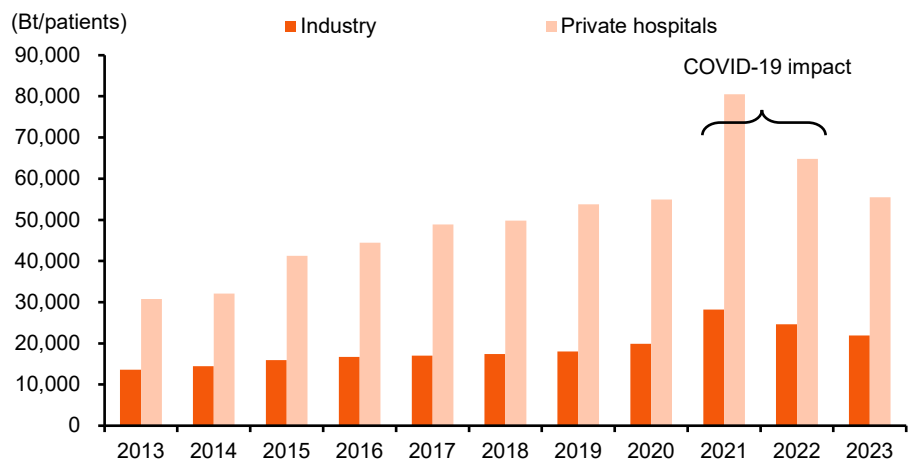
Source: Company data  
 Note: \* Calculated from total revenue

**Ex 26: Health Expenditure And % To Private Consumption Expenditure**



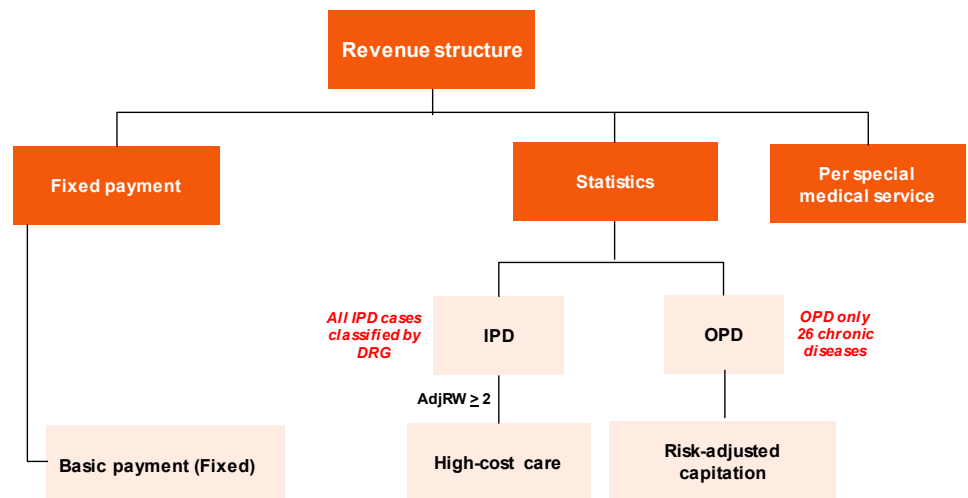
Source: NESDB

**Ex 27: Average Treatment Cost For Inpatients**



Source: Ministry Of Public Health

## Ex 28: Payment Categories Under SSS



Payment categories	2022	2023	2024F	2025-27F
1. Basic capitation (Bt/head/year)	1,640	1,752*	1,808	1,808
2. High-cost care (Bt/adjusted RW) (IPD case with adj. RW ≥ 2)	11,833	11,200	10,000	12,000
3. Risk-adjusted capitation (Bt/head/year) (26 chronic diseases for OPD cases)	453	453	453	453

Source: Thanachart compilation

Note: \* SSO increased the basic capitation rate from Bt1,640/head/year to B1,808 in May 2023

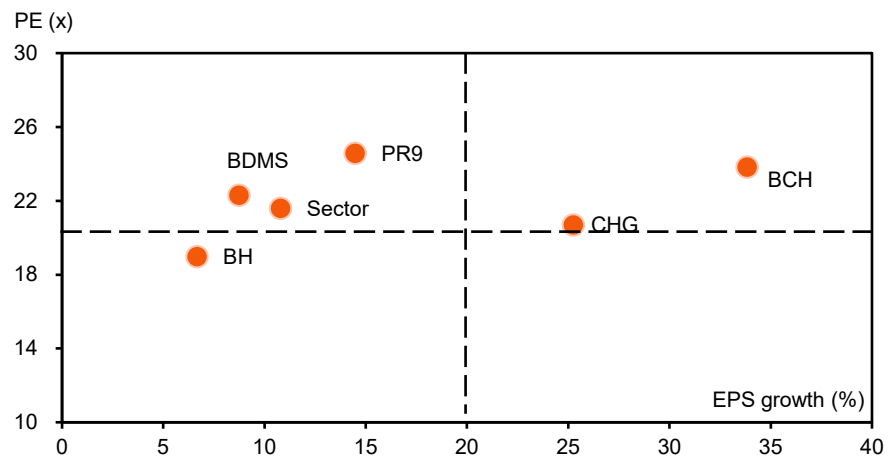
## Ex 29: Valuation Comparison

Sector Valuation			TP		Norm EPS growth		– Norm PE –		– P/BV –		– EV/EBITDA –		– Div yield –	
Company	BBG code	Rec.	(Bt)	2024F (%)	2025F (%)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (%)	2025F (%)	
Bangkok Chain Hospital	BCH TB	BUY	21.50	(14.4)	33.8	31.9	23.8	3.0	2.8	14.5	11.7	2.2	3.1	
Bangkok Dusit Medical	BDMS TB	BUY	34.00	9.4	8.7	24.3	22.3	3.8	3.7	18.2	16.7	3.3	3.6	
Bumrungrad Hospital	BH TB	BUY	243.00	9.7	6.7	20.3	19.0	5.7	5.1	14.3	13.5	3.0	3.4	
Chularat Hospital	CHG TB	BUY	3.40	(3.4)	25.2	25.9	20.7	3.4	3.2	15.7	12.0	2.9	3.6	
Praram 9 Hospital	PR9 TB	BUY	30.00	29.0	14.5	28.1	24.6	3.6	3.4	16.2	14.1	1.8	2.2	
Thonburi Healthcare Group	THG TB	SELL	12.20	(78.8)	147.2	84.0	34.0	1.3	1.2	11.6	11.0	0.0	1.6	

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: Based on 8 January 2025 closing prices

## Ex 30: Valuation Comparison



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 31: Financial Summary

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	11,729	11,734	12,741	13,492
Net profit	1,406	1,204	1,612	1,792
Consensus NP	—	1,472	1,721	1,911
Diff from cons (%)	—	(18.2)	(6.3)	(6.2)
Norm profit	1,406	1,204	1,612	1,792
Prev. Norm profit	—	1,353	1,612	1,792
Chg from prev (%)	—	(11.0)	(0.0)	(0.0)
Norm EPS (Bt)	0.6	0.5	0.6	0.7
Norm EPS growth (%)	(64.3)	(14.4)	33.8	11.2
Norm PE (x)	27.3	31.9	23.8	21.4
EV/EBITDA (x)	13.5	14.5	11.7	10.8
P/BV (x)	3.0	3.0	2.8	2.7
Div yield (%)	2.3	2.2	3.1	3.5
ROE (%)	11.2	9.4	12.2	13.0
Net D/E (%)	(4.5)	(5.5)	(11.2)	(11.4)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on 8 January 2025 closing prices

## Ex 32: BCH (Market cap: US\$1,109m; TP: Bt21.5; BUY)

- BCH has the strongest earnings growth outlook at 34/11% vs. the sector at 11/7% in 2025-26F.
- We assume no return of Kuwaiti patients and that there will be an upside risk if BCH is one of the three hospitals selected by the Kuwaiti government.
- BCH, as the largest play on the SSS service, is the biggest beneficiary of the SSS's full payment at Bt12,000/RW.
- At 23.8x 2025F PE, BCH is trading at the lowest PE-to-growth (PEG) ratio of 0.7x compared to peers.

**Ex 33: Financial Summary**

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	7,730	8,312	9,069	9,651
Net profit	1,046	1,010	1,265	1,402
Consensus NP	—	1,100	1,275	1,377
<i>Diff from cons (%)</i>	—	(8.1)	(0.7)	1.9
Norm profit	1,046	1,010	1,265	1,402
Prev. Norm profit	—	1,113	1,265	1,402
<i>Chg from prev (%)</i>	—	(9.2)	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Norm EPS growth (%)	(62.4)	(3.4)	25.2	10.8
Norm PE (x)	25.0	25.9	20.7	18.7
EV/EBITDA (x)	16.2	15.7	12.0	11.0
P/BV (x)	3.5	3.4	3.2	3.0
Div yield (%)	2.9	2.9	3.6	4.0
ROE (%)	13.9	13.2	15.9	16.7
Net D/E (%)	(10.6)	(13.0)	(12.3)	(9.7)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on 8 January 2025 closing prices

**Ex 35: Financial Summary**

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	4,202	4,638	5,070	5,495
Net profit	558	720	824	908
Consensus NP	—	711	822	884
<i>Diff from cons (%)</i>	—	1.3	0.2	2.8
Norm profit	558	720	824	908
Prev. Norm profit	—	720	824	908
<i>Chg from prev (%)</i>	—	0.0	(0.1)	0.1
Norm EPS (Bt)	0.7	0.9	1.0	1.2
Norm EPS growth (%)	(1.7)	29.0	14.5	10.3
Norm PE (x)	36.3	28.1	24.6	22.3
EV/EBITDA (x)	20.2	16.2	14.1	12.7
P/BV (x)	4.0	3.6	3.4	3.1
Div yield (%)	1.2	1.8	2.2	2.7
ROE (%)	11.4	13.5	14.2	14.5
Net D/E (%)	(37.4)	(43.4)	(45.2)	(47.0)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on 8 January 2025 closing prices

**Ex 34: CHG (Market cap: US\$756m; TP: Bt3.40; BUY)**

- CHG's earnings growth outlook of 25/11% outperforms the sector at 11/7% in 2025-26F. It is also a turnaround from a 4% contraction in 2024F.
- CHG is the second-largest play on the SSS service and thus is a beneficiary of full payment of the high-cost care service at Bt12,000/RW starting in 2025F.
- CHG is the key beneficiary of the FDI boom due to it being the largest hospital chain in the eastern Bangkok leading to the EEC area.
- CHG looks inexpensive to us, trading on a 20.7x 2025F PE multiple.

**Ex 36: PR9 (Market cap: US\$585m; TP: Bt30.0; BUY)**

- PR9 remains in a capacity ramp-up period that supports its growth cycle after the completion of Building B that raised capacity by 23% for IPD and 129% for OPD. Average utilization was 62.5% in 2024F.
- PR9's brand value has been upgraded by the expansion that has come with more specialized (or excellence) centers, which also bring in more Thai and foreign patients.
- Thanks to rising utilization trend and more excellence centers, PR9 is enjoying a rising margin trend and higher profitability.
- PR9's 2025F PE of 24.6x is inexpensive, in our view.

**Ex 37: Financial Summary**

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	97,077	104,000	110,885	118,218
Net profit	14,375	15,724	17,096	18,499
Consensus NP	—	15,859	17,136	18,528
<i>Diff from cons (%)</i>	—	(0.8)	(0.2)	(0.2)
Norm profit	14,375	15,724	17,096	18,499
Prev. Norm profit	—	15,978	17,722	19,254
<i>Chg from prev (%)</i>	—	(1.6)	(3.5)	(3.9)
Norm EPS (Bt)	0.9	1.0	1.1	1.2
Norm EPS growth (%)	14.0	9.4	8.7	8.2
Norm PE (x)	26.5	24.3	22.3	20.6
EV/EBITDA (x)	19.4	18.2	16.7	15.5
P/BV (x)	4.0	3.8	3.7	3.6
Div yield (%)	2.9	3.3	3.6	3.9
ROE (%)	15.5	16.2	16.9	17.6
Net D/E (%)	1.0	(2.5)	(4.7)	(6.3)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on 8 January 2025 closing prices

**Ex 39: Financial Summary**

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	—	7,732	8,098	8,366
<i>Diff from cons (%)</i>	—	(1.3)	0.8	(0.4)
Norm profit	6,978	7,653	8,163	8,332
Prev. Norm profit	—	7,653	8,163	8,332
<i>Chg from prev (%)</i>	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	8.8	9.6	10.3	10.5
Norm EPS growth (%)	41.2	9.7	6.7	2.1
Norm PE (x)	22.2	20.3	19.0	18.6
EV/EBITDA (x)	15.5	14.3	13.5	12.8
P/BV (x)	6.5	5.7	5.1	4.7
Div yield (%)	2.3	3.0	3.4	4.0
ROE (%)	32.1	29.9	28.2	26.2
Net D/E (%)	(44.5)	(39.7)	(34.8)	(38.5)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on 8 January 2025 closing prices

**Ex 38: BDMS (Market cap: US\$11,018m; TP: Bt34.0; BUY)**

- We estimate its earnings growth at 9/8/7% in 2025-27F.
- BDMS in our view is the strongest fundamental stock in the sector as the largest hospital chain in the country with strong hospital brands in diversified price point segments.
- Its decent ROE is trending up from 16.2% in 2024F to 18.0% in 2027F. BDMS turned net cash in 2024F.
- Being the strongest player and the leader in a very strong industry with high ROE, we believe BDMS is inexpensive at 22.3x PE in 2025F.

**Ex 40: BH (Market cap: US\$4,478m; TP: Bt243; BUY)**

- After its 26% share price drop following disappointing 3Q24 results, BH looks inexpensive again to us at 19.0x PE in 2025F.
- There could be an upside risk to our soft EPS growth estimates of 7/2% in 2025-26F if BH is chosen by the Kuwaiti government as one of three Thai hospitals.
- A dragging factor of losses from its new projects in 2026F isn't really a negative fundamental factor.
- BH is the most profitable company in the sector at 28% ROE in 2025F vs. the sector average of 18%.

**Ex 41: Financial Summary**

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	10,296	9,594	10,431	11,628
Net profit	295	(244)	344	484
Consensus NP	—	211	331	438
<i>Diff from cons (%)</i>	—	<i>na</i>	<i>4.1</i>	<i>10.7</i>
Norm profit	657	139	344	484
Prev. Norm profit	—	523	676	859
<i>Chg from prev (%)</i>	—	<i>(73.4)</i>	<i>(49.1)</i>	<i>(43.6)</i>
Norm EPS (Bt)	0.8	0.2	0.4	0.6
Norm EPS growth (%)	(56.1)	(78.8)	147.2	40.7
Norm PE (x)	17.8	84.0	34.0	24.1
EV/EBITDA (x)	9.5	11.6	11.0	9.9
P/BV (x)	1.2	1.3	1.2	1.2
Div yield (%)	3.3	0.0	1.6	2.5
ROE (%)	6.6	1.5	3.7	5.0
Net D/E (%)	83.2	81.2	83.7	77.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on 8 January 2025 closing prices

**Ex 42: THG (Market cap: US\$338m; TP: Bt12.20; SELL)**

- We cut our earnings estimates by 73/49/44/43% in 2024-27F to reflect its weak hospital business, slow sales for the residential property Jin Wellbeing County project, and lower-than-expected revenue from hospital and excellence center management. Our DCF-based 12-month TP (2025F base year) is cut to Bt12.2 from Bt25.0.
- The risk of additional provisions for UCEPCOVID and potential suspicious transactions. As of 3Q24, THG had Bt320m in unpaid UCEPCOVID amounts and is reviewing further irregularities linked to Dr. Boon's fraud cases.
- There is a risk of a capital increase. The company expects more clarity in 1Q25.
- THG looks expensive to us, trading on 34.0x 2025F PE.

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 43: Sector Valuation Comparison

		BCH	BDMS	BH	CHG	PR9	THG	Sector
Rating		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	SELL	Overweight
Target price	Thanachart	21.50	34.00	243.00	3.40	30.00	12.20	
	Consensus	20.48	34.31	269.64	3.29	29.22	23.00	
Consensus rec.	Buy	17	28	16	11	8	0	
	Hold	3	3	10	2	1	1	
	Sell	0	0	0	1	0	3	
Market cap. (US\$ m)		1,109	11,018	4,478	756	585	338	
Sales (Bt m)	2023A	11,729	97,077	25,296	7,730	4,202	10,296	156,330
	2024F	11,734	104,000	25,483	8,312	4,638	9,594	163,760
	2025F	12,741	110,885	26,597	9,069	5,070	10,431	174,792
	2026F	13,492	118,218	28,288	9,651	5,495	11,628	186,771
Norm profits (Bt m)	2023A	1,406	14,375	6,978	1,046	558	657	25,021
	2024F	1,204	15,724	7,653	1,010	720	139	26,451
	2025F	1,612	17,096	8,163	1,265	824	344	29,303
	2026F	1,792	18,499	8,332	1,402	908	484	31,418
Sales growth (%)	2023A	(37.7)	9.6	22.5	(23.5)	2.3	(11.1)	1.6
	2024F	0.0	7.1	0.7	7.5	10.4	(6.8)	4.8
	2025F	8.6	6.6	4.4	9.1	9.3	8.7	6.7
	2026F	5.9	6.6	6.4	6.4	8.4	11.5	6.9
Norm profit growth (%)	2023A	(64.3)	14.0	41.2	(62.4)	(1.7)	(56.1)	(5.0)
	2024F	(14.4)	9.4	9.7	(3.4)	29.0	(78.8)	5.7
	2025F	33.8	8.7	6.7	25.2	14.5	147.2	10.8
	2026F	11.2	8.2	2.1	10.8	10.3	40.7	7.2
Gross margin (%)	2023A	30.8	34.7	49.0	26.0	32.9	27.7	35.8
	2024F	27.5	34.1	51.5	25.0	34.7	23.2	35.3
	2025F	29.5	34.4	52.2	28.6	35.4	22.9	35.8
	2026F	30.1	34.6	50.6	29.4	35.7	23.2	35.7
SG&A/Sales (%)	2023A	15.0	20.4	16.5	11.8	18.4	17.6	18.7
	2024F	13.8	19.9	16.3	11.9	17.6	17.5	18.3
	2025F	13.0	19.8	16.0	11.2	17.3	16.5	18.0
	2026F	12.9	19.7	15.9	11.1	17.1	16.2	17.9
Net margin (%)	2023A	12.6	15.3	27.8	14.1	13.3	5.2	16.0
	2024F	11.3	15.6	30.3	12.5	15.5	(0.2)	16.2
	2025F	13.8	15.9	30.9	14.2	16.2	1.5	16.8
	2026F	14.5	16.1	29.7	14.7	16.5	2.4	16.8
ROE (%)	2023A	11.2	15.5	32.1	13.9	11.4	6.6	16.8
	2024F	9.4	16.2	29.9	13.2	13.5	1.5	16.8
	2025F	12.2	16.9	28.2	15.9	14.2	3.7	17.6
	2026F	13.0	17.6	26.2	16.7	14.5	5.0	17.9
Norm PE (x)	2023A	27.3	26.5	22.2	25.0	36.3	17.8	31.5
	2024F	31.9	24.3	20.3	25.9	28.1	84.0	23.9
	2025F	23.8	22.3	19.0	20.7	24.6	34.0	21.6
	2026F	21.4	20.6	18.6	18.7	22.3	24.1	20.1
Dividend yield (%)	2023A	2.3	2.9	2.3	2.9	1.2	3.3	2.2
	2024F	2.2	3.3	3.0	2.9	1.8	0.0	3.0
	2025F	3.1	3.6	3.4	3.6	2.2	1.6	3.4
	2026F	3.5	3.9	4.0	4.0	2.7	2.5	3.8
Net D/E (x)	2023A	(0.0)	0.0	(0.4)	(0.1)	(0.4)	0.8	(0.0)
	2024F	(0.1)	(0.0)	(0.4)	(0.1)	(0.4)	0.8	(0.1)
	2025F	(0.1)	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.5)	0.8	(0.1)
	2026F	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.1)	(0.5)	0.8	(0.1)

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 44: 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	28.0	26.3	1.6	1.6	8.9	8.6	2.4	2.5
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	(11.7)	(2.3)	7.9	8.0	0.7	0.7	8.1	7.9	3.8	4.0
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	(4.1)	15.0	7.6	6.6	1.2	1.1	6.4	5.6	5.5	6.3
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	3.2	58.6	110.8	69.8	14.7	12.6	44.8	34.5	0.2	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	(1.2)	34.4	92.4	68.8	6.9	6.5	45.3	35.1	0.1	0.2
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	14.2	14.5	34.6	30.3	4.2	3.9	15.6	14.4	1.6	1.8
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	(34.7)	7.8	32.9	30.5	2.1	2.0	14.2	13.0	1.3	1.4
Ryman	RYM NZ	New Zealand	na	(42.0)	11.8	20.4	0.6	0.7	16.4	20.3	na	0.0
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	(25.8)	8.3	23.2	21.4	1.5	1.4	10.8	10.2	2.8	2.9
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	(14.4)	33.8	31.9	23.8	3.0	2.8	14.5	11.7	2.2	3.1
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	9.4	8.7	24.3	22.3	3.8	3.7	18.2	16.7	3.3	3.6
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	9.7	6.7	20.3	19.0	5.7	5.1	14.3	13.5	3.0	3.4
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	(3.4)	25.2	25.9	20.7	3.4	3.2	15.7	12.0	2.9	3.6
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	29.0	14.5	28.1	24.6	3.6	3.4	16.2	14.1	1.8	2.2
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	(78.8)	147.2	84.0	34.0	1.3	1.2	11.6	11.0	0.0	1.6
<b>Average</b>			<b>(8.4)</b>	<b>22.5</b>	<b>37.6</b>	<b>28.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.3</b>	<b>17.4</b>	<b>15.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.5</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 8 January 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



## STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
<b>SET INDEX</b>	<b>(4.1)</b>	<b>(4.5)</b>	<b>(1.9)</b>	<b>(0.9)</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>
<b>Healthcare</b>	<b>(4.6)</b>	<b>(17.8)</b>	<b>(17.5)</b>	<b>(1.8)</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(13.3)</b>	<b>(15.6)</b>	<b>(0.9)</b>
BCH TB	(11.0)	(14.4)	(31.3)	0.7	(6.9)	(10.0)	(29.3)	1.5
BDMS TB	(5.0)	(19.3)	(12.7)	(2.0)	(0.8)	(14.8)	(10.8)	(1.1)
BH TB	(3.5)	(27.2)	(14.5)	(2.3)	0.7	(22.8)	(12.6)	(1.4)
CHG TB	(11.2)	(13.1)	(25.2)	(2.5)	(7.1)	(8.7)	(23.2)	(1.6)
PR9 TB	2.0	15.5	57.0	(3.7)	6.1	20.0	58.9	(2.8)
THG TB	(24.6)	(33.0)	(73.5)	(12.7)	(20.5)	(28.5)	(71.5)	(11.8)

Source: Bloomberg

## SECTOR - SWOT ANALYSIS

**S — Strength**

- ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราการรักษาพยาบาลที่ต่ำกว่าในต่างประเทศ และมีคุณภาพการรักษาพยาบาลที่สูงสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์
- มีเครือข่ายที่แข็งแกร่ง
- มีเครื่องมือทางการแพทย์ที่ทันสมัยและแพทย์ที่มีความเชี่ยวชาญ
- คุณภาพการให้บริการและเครือข่ายที่แข็งแกร่ง
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง และมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ

**O — Opportunity**

- การเปลี่ยนแปลงแนวโน้มด้านประชากรศาสตร์ของไทยและทั่วโลกไปสู่สังคมผู้สูงอายุ
- โอกาสในต่างจังหวัด
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกส่งผลให้หันมาใช้บริการจากประเทศไทย
- การระบาดของโควิด-19

**W — Weakness**

- ราคาที่ดินและการก่อสร้างเพิ่มสูงขึ้น
- มีบุคลากรทางการแพทย์จำกัด

**T — Threat**

- การแข่งขันทางการบริการทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้น
- เศรษฐกิจในประเทศที่ชะลอตัว
- ภัยธรรมชาติ
- ผลกระทบจากการระบาดของโควิด-19

## REGIONAL COMPARISON

Name	—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 (%)
Australia	na	6.4	28.0	26.3	1.6	1.6	8.9	8.6	2.4	2.5
Hong Kong	(7.9)	6.4	7.7	7.3	1.0	0.9	7.3	6.7	4.6	5.1
India	1.0	46.5	101.6	69.3	10.8	9.6	45.0	34.8	0.1	0.2
Malaysia	(10.2)	11.1	33.8	30.4	3.1	3.0	14.9	13.7	1.4	1.6
New Zealand	na	(42.0)	11.8	20.4	0.6	0.7	16.4	20.3	na	0.0
Singapore	(25.8)	8.3	23.2	21.4	1.5	1.4	10.8	10.2	2.8	2.9
Thailand	(8.1)	39.4	35.7	24.1	3.5	3.2	15.1	13.2	2.2	2.9
<b>Average</b>	<b>(10.2)</b>	<b>10.9</b>	<b>34.5</b>	<b>28.5</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>16.9</b>	<b>15.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.2</b>
BCH TB *	(14.4)	33.8	31.9	23.8	3.0	2.8	14.5	11.7	2.2	3.1
BDMS TB *	9.4	8.7	24.3	22.3	3.8	3.7	18.2	16.7	3.3	3.6
BH TB *	9.7	6.7	20.3	19.0	5.7	5.1	14.3	13.5	3.0	3.4
CHG TB *	(3.4)	25.2	25.9	20.7	3.4	3.2	15.7	12.0	2.9	3.6
PR9 TB *	29.0	14.5	28.1	24.6	3.6	3.4	16.2	14.1	1.8	2.2
THG TB *	(78.8)	147.2	84.0	34.0	1.3	1.2	11.6	11.0	0.0	1.6
<b>Average</b>	<b>(8.1)</b>	<b>39.4</b>	<b>35.7</b>	<b>24.1</b>	<b>3.5</b>	<b>3.2</b>	<b>15.1</b>	<b>13.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.9</b>

Sources: Bloomberg Consensus

Note: \* Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (Unchanged)

TP: Bt 21.50

(Unchanged)

Change in Numbers

Upside : 39.6%

9 JANUARY 2025

# Bangkok Chain Hospital (BCH TB)

## เติบโตแข็งแกร่งสุด

เราให้ BCH เป็น Top Pick ในกลุ่มฯ จากกำไรที่เติบโตโดดเด่นที่ 34/11% ในปี 2025-26F หนุนโดยความต้องการที่เติบโต การขยายความสามารถในการให้บริการ และการจ่ายเงินเต็มจำนวนของประกันสังคม ที่ PE ที่ 23.8 เท่า PE-to-growth ของ BCH น่าสนใจที่สุดในกลุ่มฯ ที่ 0.7 เท่า ในปี 2025F



SIRIPORN ARUNOTHAIR

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### เป็น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล - “กลับมาเติบโตในระดับปกติ” วันที่ 9 มกราคม 2025 เราลงคำแนะนำ “ซื้อ” BCH ซึ่งปัจจุบันเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ โดยให้ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) อยู่ที่ 21.5 บาท 1) BCH มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งที่สุดที่ 34/11% เมื่อเทียบกับกลุ่มฯ ที่ 11/7% ในปี 2025-26F เราสมมติให้ผู้ป่วยชาวคูเวตไม่กลับมา และมี upside หาก BCH เป็นหนึ่งในสามโรงพยาบาลที่รัฐบาลคูเวตเลือก 2) เนื่องจาก BCH ซึ่งเป็นผู้ให้บริการใหญ่ที่สุดในบริการโครงการประกันสังคม จึงเป็นผู้ได้ประโยชน์สูงสุดจากการชำระเงินเต็มจำนวนของโครงการประกันสังคมที่ 12,000 บาท/RW และ 3) ที่ 23.8 เท่า 2025F PE BCH กำลังซื้อขายที่ PE-to-growth (PEG) ต่ำที่สุดที่ 0.7 เท่า เมื่อเทียบกับเพื่อนในกลุ่มฯ

### ได้ประโยชน์สูงสุดจากการชำระเงินเต็มจำนวนของ สปส.

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา สำนักงานประกันสังคม (สปส.) ไม่สามารถชำระเงินเต็มจำนวนที่ 12,000 บาท/RW สำหรับค่าบริการผู้ป่วยในที่มีต้นทุนสูงในช่วงไตรมาสสุดท้ายของทุกปี แต่หลังจากโรงพยาบาลบางแห่งแจ้งว่าจะยุติการให้บริการ ทาง สปส. จึงได้อนุมัติให้รับประกันการชำระเงินเต็มจำนวนที่ 12,000 บาท/RW โดย BCH เป็นผู้ได้ประโยชน์สูงสุด เนื่องจากเป็นผู้ให้บริการประกันสังคมรายใหญ่ที่สุด โดยมีผู้ประกันตน 1.02 ล้านคนใน 9M24 หรือคิดเป็นส่วนแบ่งตลาดที่ 7.4% โดยรายได้จากประกันสังคมคิดเป็น 34% ใน 9M24 ทั้งนี้ BCH ต้องกลับรายการรายได้ 10 ลบ. ในปี 2023 และ 60 ลบ. ใน 2Q24 เนื่องจากสปส. จ่ายเงินจริงต่ำกว่ายอดรายได้ที่รับรู้ไปแล้วในปีก่อนหน้านี้ จากการรับประกันการจ่ายเงินของสปส. เริ่มต้นในปี 2025F เราจึงคาดว่าในช่วง 2H24 ทางสปส. จะมีการจ่ายเงินต่ำกว่าที่ 12,000/RW อีกครั้ง เราจึงปรับลดกำไรปี 2024F ลง 11%

### กำไรเติบโตแข็งแกร่ง

ปัจจัยหลักผลักดันให้ EPS เติบโตแข็งแกร่งที่ 34/11% ในปี 2025-26F ได้แก่ 1) รายได้จากผู้ป่วยเงินสดที่เพิ่มขึ้น 8/7% โดยสมมติให้ไม่มีผู้ป่วยชาวคูเวตกลับมา 2) รายได้จากประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น 10/3% เนื่องจากการชำระค่าบริการเหมาจ่ายประกันสังคมเต็มจำนวนที่ 12,000 บาท/RW ตั้งแต่ปี 2025F และ 3) อัตรากำไรจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นจาก 13.6% ในปี 2024F เป็น 16.5/17.2% ในปี 2025-26F เนื่องจากประโยชน์จาก operating leverage

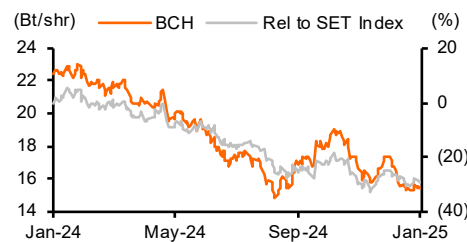
### แผนการขยายธุรกิจ

ศูนย์เฉพาะทาง ศูนย์มะเร็งรังสีรักษา เกษมราษฎร์อารี ได้เปิดให้บริการในเดือนกันยายน 2024 และมีรายได้เพิ่มขึ้นทุกเดือน เราคาดว่าศูนย์มะเร็งแห่งนี้จะมีส่วนขาดทุนเล็กน้อยในปีแรกเท่านั้น แผนการขยายธุรกิจ ได้แก่ โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ สุวรรณภูมิ ขนาด 268 เตียง มีกำหนดเปิดในต้นปี 2027 และโรงพยาบาลเกษมราษฎร์ ระยอง ขนาด 200-250 เตียง มีกำหนดเปิดในปี 2028 ทั้งสองโรงพยาบาลให้บริการผู้ป่วยเงินสดและประกันสังคม

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	11,729	11,734	12,741	13,492
Net profit	1,406	1,204	1,612	1,792
Consensus NP	—	1,472	1,721	1,911
Diff frm cons (%)	—	(18.2)	(6.3)	(6.2)
Norm profit	1,406	1,204	1,612	1,792
Prev. Norm profit	—	1,353	1,612	1,792
Chg frm prev (%)	—	(11.0)	(0.0)	(0.0)
Norm EPS (Bt)	0.6	0.5	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	(64.3)	(14.4)	33.8	11.2
Norm PE (x)	27.3	31.9	23.8	21.4
EV/EBITDA (x)	13.5	14.5	11.7	10.8
P/BV (x)	3.0	3.0	2.8	2.7
Div yield (%)	2.3	2.2	3.1	3.5
ROE (%)	11.2	9.4	12.2	13.0
Net D/E (%)	(4.5)	(5.5)	(11.2)	(11.4)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jan-25 (Bt)	15.40
Market Cap (US\$ m)	1,109.4
Listed Shares (m shares)	2,493.7
Free Float (%)	43.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.6
12M Price H/L (Bt)	23.00/14.80
Sector	Health Care
Major Shareholder	Harnphanich Family 50%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P21

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



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

	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Revenue from SSS patients (Bt m)</b>						
- New	3,371	3,850	3,702	4,062	4,185	4,395
- Old			3,904	4,062	4,185	4,395
- Change (%)			(5.2)	—	—	—
<b>Gross profit margin (%)</b>						
- New	38.7	30.8	27.5	29.5	30.1	29.6
- Old			28.6	29.5	30.1	29.6
- Change (ppt)			(1.1)	—	—	—
<b>SG&amp;A to sales (%)</b>						
- New	10.3	15.0	13.8	13.0	12.9	12.8
- Old			13.6	13.0	12.9	12.8
- Change (ppt)			0.2	—	—	—
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	3,941	1,406	1,204	1,612	1,792	1,892
- Old			1,353	1,612	1,792	1,892
- Change (%)			(11.0)	—	—	—

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* We assume SSO to pay Bt8,000/RW for high-cost care service in 2H24.

## 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	3,144	3,377	3,553	3,803	4,070	4,344	4,621	4,908	5,210	5,526	5,890	—
Free cash flow	1,837	1,447	2,170	2,737	2,968	3,176	3,393	3,619	3,855	4,103	4,143	74,016
PV of free cash flow	1,832	1,270	1,784	2,107	2,140	2,089	2,081	2,069	2,056	2,040	1,830	32,694
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	6.8											
Terminal growth (%)	2.0											
<b>Enterprise value</b>	<b>53,991</b>											
Net debt (end-2024F)	(780)											
Minority interest	1,236											
Equity value	53,535											
# of shares (m)	2,494											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>21.5</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

BCH ดำเนินกิจการโรงพยาบาลจำนวน 16 แห่ง ทั้งในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัด โดยมีจำนวนเตียงที่ให้บริการทั้งหมด 2,323 เตียง ณ สิ้น 3Q24 ขณะที่ผู้ป่วยที่มาใช้บริการแบ่งออกเป็น 1) ผู้ป่วยเงินสด (รวมข้าราชการพลเรือน) และ 2) ผู้ป่วยภายใต้แผนการประกันสังคม บริษัทฯ เข้าจัดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2004

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

- ผู้บริหารมีประสบการณ์ในธุรกิจโรงพยาบาลสูง โดยเฉพาะตลาดระดับกลาง และโครงการสุขภาพของภาครัฐ
- มีรายได้มาจากหลายทาง

### O — Opportunity

- อุปทานโรงพยาบาลรัฐที่จำกัด
- การขยายขีดความสามารถในการให้บริการเพื่อหนุนความต้องการด้านการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้นในอนาคต
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- จำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การแพร่ระบาดของโควิด

### W — Weakness

- BCH เป็นที่รู้จักในอุตสาหกรรมว่าเป็นโรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการแก่โครงการสุขภาพของภาครัฐที่ใหญ่ที่สุด ซึ่งอาจจะเป็นอุปสรรคต่อ BCH ในการขยายเข้าสู่ฐานลูกค้าใหม่ที่เป็นกลุ่ม high end

### T — Threat

- ผู้เล่นรายใหญ่และเป็นที่รู้จักอย่าง BDMS เข้ามายังตลาดระดับกลาง
- เศรษฐกิจที่ชะลอตัว
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- ผลกระทบจากโควิด-19

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	20.48	21.50	5%
Net profit 24F (Bt m)	1,472	1,204	-18%
Net profit 25F (Bt m)	1,721	1,612	-6%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 3	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย แต่กำไรในปี 2024-25F ของเราน้อยกว่าของตลาด ทั้งนี้เป็นเพราะเรามุ่งมองที่เป็นบวกมากขึ้นต่อเส้นทางการเติบโตในระยะยาวของ BCH

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

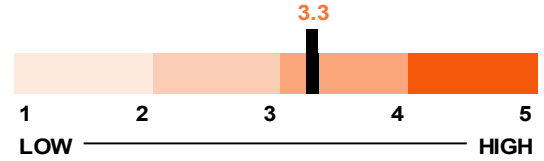
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ของ BCH สามารถกระตุ้นรายได้จากลูกค้าเงินสดได้ไม่ใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากมีผู้ป่วยภายใต้ประกันสังคมของ BCH ต่ำกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากโรงพยาบาลใหม่ของ BCH พื้นตัวช้ากว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากมีการแข่งขันเพิ่มมากขึ้นจากผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนที่มีอยู่และ/หรือผู้มาใหม่ในตลาดในประเทศไทย จะถือเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการ

Source: Thanachart

BCH เป็นหนึ่งใน 5 เครือโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ลักษณะธุรกิจของบริษัทไม่ได้ผลิตก๊าซเรือนกระจกมากนัก เรามองว่าแผนและเป้าหมายของ BCH ในด้าน ESG มีความชัดเจนมากขึ้นในปีที่ เราให้คะแนน ESG สำหรับ BCH ที่ 3.3 และเราคาดว่าคะแนนจะดีขึ้นในอนาคตด้วยนวัตกรรมทางการแพทย์ที่เพิ่มมากขึ้น

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)
BCH	YES	AA	-	BBB	-	55.8	35.00	-	5.0

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

- BCH เป็นหนึ่งในห้าเครือโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีเครือข่ายโรงพยาบาล 16 แห่ง ลักษณะธุรกิจของบริษัท ไม่ได้ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก
- BCH ตั้งเป้าลดการใช้ไฟฟ้าลง 0.3% ในปี 2024 (ฐานปี 2022) ลดการใช้น้ำลง 0.3% ในปี 2024 และลดของเสียลง 5% ในปี 2024
- BCH ยังคงดำเนินมาตรการอนุรักษ์พลังงานอย่างต่อเนื่องทุกปี โดยได้ติดตั้งโซลาร์เซลล์บนหลังคาโรงพยาบาลและอาคารจอดรถ ณ โรงพยาบาล 4 แห่ง ในรัฐประเท ปราจีนบุรี สระบุรี และเชียงใหม่ โรงพยาบาลอยู่ระหว่างดำเนินการติดตั้งโซลาร์เซลล์บนหลังคาของโรงพยาบาลอีก 5 แห่ง
- BCH ยังคงมีนโยบายลดการใช้ถุงพลาสติก โดยรณรงค์ให้ผู้ป่วยใช้ถุงผ้าแทน เพื่อลดคาร์บอนไดออกไซด์ที่ปล่อยเข้าไปในบรรยากาศ

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- BCH ตระหนักถึงความสำคัญของทรัพยากรบุคคล โดยกำหนดแนวทางในการสรรหาและคัดเลือกบุคลากรตามกฎหมายและจริยธรรม บุคลากรทุกคนได้รับการเคารพและปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกัน และการคุ้มครองทางสังคม สภาพการทำงานที่เป็นธรรม การจ่ายค่าจ้างและค่าตอบแทนที่สมเหตุสมผล และไม่มีการเลือกปฏิบัติ
- BCH ได้ทำการสำรวจเกี่ยวกับการปฏิบัติตามความปลอดภัยในการทำงาน นอกจากนี้ยังทบทวนสถิติของอุบัติเหตุเจ็บหรือเจ็บป่วยร้ายแรงที่เกิดขึ้นในบริษัทอย่างต่อเนื่อง รวมถึงการสื่อสารเพื่อป้องกันและลดอุบัติเหตุ โดยกำหนดเป้าหมายการบาดเจ็บจากการทำงานเป็นศูนย์
- BCH มุ่งมั่นที่จะให้บริการที่มีคุณภาพและมาตรฐานความปลอดภัยที่ดี นอกจากนี้ยังได้รับการรับรองจากสถาบัน Hospital Quality improvement และ Joint Commission International (JCI) โดยตั้งเป้าความพึงพอใจของลูกค้าไม่ต่ำกว่า 80%
- BCH สนับสนุนกิจกรรมช่วยเหลือสังคม (อย่างน้อย 100 ครั้ง) เช่น มอบทุนการศึกษาและสนับสนุนทางการเงินเพื่อซื้ออุปกรณ์ทางการแพทย์ให้กับโรงพยาบาลต่างๆ และจัดให้มีการตรวจสุขภาพฟรีแก่ประชาชนในบริเวณใกล้เคียง

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- ปัจจุบัน BCH มีกรรมการ 12 คน (กรรมการหญิง 3 คน คิดเป็น 25% และกรรมการอิสระ 4 คน คิดเป็น 33% ของกรรมการทั้งหมด)
- BCH กำหนดนโยบายห้ามการให้สินบนในทุกกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจ หากบริษัทต้องการบริจาคเพื่อการกุศล ให้ขอขงวิฑูทางธุรกิจ หรือให้การสนับสนุนทางการเงินสำหรับกิจกรรมใดๆ จะต้องดำเนินการด้วยความโปร่งใสและไม่มีเจตนาที่จะโน้มน้าวให้เจ้าหน้าที่ของรัฐ/เอกชนดำเนินการอย่างไม่เหมาะสม
- กำหนดนโยบายความเสี่ยงเพื่อระบุและวิเคราะห์ความเสี่ยงที่กลุ่มเผชิญอยู่ เพื่อกำหนดขีดจำกัดและการควบคุมความเสี่ยงที่เหมาะสม และเพื่อติดตามความเสี่ยงและการปฏิบัติตามขีดจำกัด
- BCH ได้ปรับปรุงประสิทธิภาพการบริการอย่างต่อเนื่องเพื่อบรรลุความเป็นเลิศในการให้บริการทางการแพทย์ด้วยบุคลากรทางการแพทย์ที่มีทักษะและประสบการณ์สูง อุปกรณ์ทางการแพทย์ที่ทันสมัย และศูนย์เฉพาะทางเพื่อให้บริการทางการแพทย์แบบครบวงจร

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

Revenue from cash and SSS patients boosts the top line in 2025-26F

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	18,827	11,729	11,734	12,741	13,492
Cost of sales	11,535	8,116	8,507	8,978	9,429
<b>Gross profit</b>	<b>7,292</b>	<b>3,613</b>	<b>3,227</b>	<b>3,763</b>	<b>4,062</b>
% gross margin	38.7%	30.8%	27.5%	29.5%	30.1%
Selling & administration expenses	1,946	1,755	1,625	1,659	1,738
<b>Operating profit</b>	<b>5,346</b>	<b>1,859</b>	<b>1,601</b>	<b>2,103</b>	<b>2,324</b>
% operating margin	28.4%	15.8%	13.6%	16.5%	17.2%
Depreciation & amortization	950	944	987	1,041	1,053
<b>EBITDA</b>	<b>6,296</b>	<b>2,802</b>	<b>2,589</b>	<b>3,144</b>	<b>3,377</b>
% EBITDA margin	33.4%	23.9%	22.1%	24.7%	25.0%
Non-operating income	92	119	110	113	117
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(156)	(95)	(58)	(29)	(14)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>5,282</b>	<b>1,882</b>	<b>1,654</b>	<b>2,187</b>	<b>2,427</b>
Income tax	1,135	405	324	428	475
<b>After-tax profit</b>	<b>4,147</b>	<b>1,478</b>	<b>1,330</b>	<b>1,759</b>	<b>1,952</b>
% net margin	22.0%	12.6%	11.3%	13.8%	14.5%
Shares in affiliates' Earnings	0	1	0	0	0
Minority interests	(206)	(73)	(126)	(147)	(160)
Extraordinary items	(902)	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>3,039</b>	<b>1,406</b>	<b>1,204</b>	<b>1,612</b>	<b>1,792</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>3,941</b>	<b>1,406</b>	<b>1,204</b>	<b>1,612</b>	<b>1,792</b>
EPS (Bt)	1.2	0.6	0.5	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	1.6	0.6	0.5	0.6	0.7

## BALANCE SHEET

More new capacity planned to be added in 2024-28

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	6,835	4,843	4,084	4,689	4,844
Cash & cash equivalent	2,640	2,185	1,602	2,002	2,002
Account receivables	3,754	2,239	2,090	2,269	2,403
Inventories	362	306	280	295	310
Others	79	113	113	123	130
Investments & loans	31	27	27	27	27
Net fixed assets	11,829	11,728	12,023	11,825	12,241
Other assets	1,102	1,133	1,134	1,231	1,303
<b>Total assets</b>	<b>19,796</b>	<b>17,731</b>	<b>17,268</b>	<b>17,771</b>	<b>18,416</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	3,510	3,505	2,531	2,507	2,512
Account payables	797	778	769	812	853
Bank overdraft & ST loans	0	81	82	33	22
Current LT debt	1,271	1,159	370	148	99
Others current liabilities	1,443	1,487	1,310	1,514	1,538
<b>Total LT debt</b>	<b>2,599</b>	<b>324</b>	<b>370</b>	<b>148</b>	<b>99</b>
Others LT liabilities	177	197	190	207	219
<b>Total liabilities</b>	<b>6,287</b>	<b>4,026</b>	<b>3,091</b>	<b>2,862</b>	<b>2,831</b>
Minority interest	1,065	1,110	1,236	1,384	1,544
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Share premium	645	645	645	645	645
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(187)	(192)	(192)	(192)	(192)
<b>Retained earnings</b>	<b>9,493</b>	<b>9,648</b>	<b>9,994</b>	<b>10,580</b>	<b>11,096</b>
Shareholders' equity	12,445	12,594	12,940	13,526	14,042
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>19,796</b>	<b>17,731</b>	<b>17,268</b>	<b>17,771</b>	<b>18,416</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT***Robust cash inflows*

<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	5,282	1,882	1,654	2,187	2,427
Tax paid	(2,395)	(304)	(386)	(385)	(485)
Depreciation & amortization	950	944	987	1,041	1,053
Chg In working capital	1,893	1,552	167	(152)	(108)
Chg In other CA & CL / minorities	359	(116)	(115)	152	26
<b>Cash flow from operations</b>	<b>6,090</b>	<b>3,959</b>	<b>2,307</b>	<b>2,842</b>	<b>2,914</b>
Capex	(989)	(842)	(1,283)	(842)	(1,470)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	2	4	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,058)	(11)	(8)	(81)	(60)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(2,046)</b>	<b>(850)</b>	<b>(1,291)</b>	<b>(923)</b>	<b>(1,530)</b>
Debt financing	(3,087)	(2,306)	(742)	(493)	(108)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,491)	(1,247)	(858)	(1,026)	(1,276)
Warrants & other surplus	(83)	(10)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(6,660)</b>	<b>(3,563)</b>	<b>(1,599)</b>	<b>(1,519)</b>	<b>(1,384)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>5,101</b>	<b>3,116</b>	<b>1,024</b>	<b>2,000</b>	<b>1,444</b>

**VALUATION***Inexpensive valuation, 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)	9.7	27.3	31.9	23.8	21.4
Normalized PE - at target price (x)	13.6	38.1	44.5	33.3	29.9
PE (x)	12.6	27.3	31.9	23.8	21.4
PE - at target price (x)	17.6	38.1	44.5	33.3	29.9
EV/EBITDA (x)	6.3	13.5	14.5	11.7	10.8
EV/EBITDA - at target price (x)	8.7	18.9	20.4	16.5	15.3
P/BV (x)	3.1	3.0	3.0	2.8	2.7
P/BV - at target price (x)	4.3	4.3	4.1	4.0	3.8
P/CFO (x)	6.3	9.7	16.6	13.5	13.2
Price/sales (x)	2.0	3.3	3.3	3.0	2.8
Dividend yield (%)	5.2	2.3	2.2	3.1	3.5
FCF Yield (%)	13.3	8.1	2.7	5.2	3.8
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.6	0.6	0.5	0.6	0.7
EPS	1.2	0.6	0.5	0.6	0.7
DPS	0.8	0.4	0.3	0.5	0.5
BV/share	5.0	5.1	5.2	5.4	5.6
CFO/share	2.4	1.6	0.9	1.1	1.2
FCF/share	2.0	1.2	0.4	0.8	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(12.0)	(37.7)	0.0	8.6	5.9
Net profit (%)	(55.6)	(53.7)	(14.4)	33.8	11.2
EPS (%)	(55.6)	(53.7)	(14.4)	33.8	11.2
Normalized profit (%)	(42.4)	(64.3)	(14.4)	33.8	11.2
Normalized EPS (%)	(42.4)	(64.3)	(14.4)	33.8	11.2
Dividend payout ratio (%)	65.6	62.1	70.0	75.0	75.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	38.7	30.8	27.5	29.5	30.1
Operating margin (%)	28.4	15.8	13.6	16.5	17.2
EBITDA margin (%)	33.4	23.9	22.1	24.7	25.0
Net margin (%)	22.0	12.6	11.3	13.8	14.5
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	34.3	19.5	27.8	72.4	167.4
Interest coverage - EBITDA (x)	40.4	29.4	44.9	108.2	243.3
ROA - using norm profit (%)	17.1	7.5	6.9	9.2	9.9
ROE - using norm profit (%)	31.0	11.2	9.4	12.2	13.0
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	32.6	11.8	10.4	13.3	14.2
- asset turnover (x)	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	28.9	16.9	14.6	17.4	18.1
- leverage (x)	1.8	1.5	1.4	1.3	1.3
- interest burden (%)	97.1	95.2	96.6	98.7	99.4
- tax burden (%)	78.5	78.5	80.4	80.4	80.4
WACC (%)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
ROIC (%)	28.6	10.7	10.8	13.9	15.8
NOPAT (Bt m)	4,197	1,459	1,288	1,691	1,869
invested capital (Bt m)	13,675	11,972	12,160	11,853	12,261

Sources: Company data, Thanachart estimates



BUY (Unchanged)

TP: Bt 34.00 (From: Bt39.00)

9 JANUARY 2025

Change in Numbers

Upside : 41.7%

# Bangkok Dusit Medical (BDMS TB)

## การเติบโตชะลอตัวลง

**BDMS กำลังเข้าสู่ช่วงการเติบโตที่ชะลอตัวลง โดยเราคาดว่า จะมี EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 8% ในปี 2025-27F อย่างไรก็ตาม เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจากเรามองว่าหุ้นมีปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่ม เนื่องจากเป็นเครือโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดและมีมูลค่าแบรนด์ที่แข็งแกร่งในหลาย segment**



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### การเติบโตชะลอตัวลง แต่ยังคงแนะนำ "ซื้อ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล - "กลับมาเติบโตในระดับปกติ" วันที่ 9 มกราคม 2025 BDMS ซึ่งไม่ใช่หุ้น Top Pick ของเรารีกต่อไป แต่ยังคงให้คำแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจาก 1) เราคาดว่ากำไรจะเติบโตที่ 9/8/7% ในปี 2025-27F 2) เรามองว่า BDMS เป็นหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่ม ด้วยเป็นเครือโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในประเทศที่มีแบรนด์โรงพยาบาลที่แข็งแกร่งในหลากหลายกลุ่มราคา 3) ให้ ROE ที่ดี โดยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจาก 16.2% ในปี 2024F เป็น 18.0% ในปี 2027F BDMS มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิในปี 2024F และ 4) เนื่องจาก BDMS เป็นหุ้นที่แข็งแกร่งที่สุดและเป็นผู้นำในอุตสาหกรรมที่แข็งแกร่งมาก และมี ROE ที่สูง เราจึงเชื่อว่า BDMS ไม่แพงที่ 22.3 เท่า ในปี 2025F หลังจากปรับลดกำไรลง 2-4% ต่อปี ในปี 2024-27F เพื่อสะท้อนถึงจำนวนผู้ป่วยชาวไทยที่ลดลง และแรงกดดันด้านราคา ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ของเรายังลดลงเหลือ 34.0 บาท จาก 39.0 บาท

### EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 8%

เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 8% ในปี 2025-27F โดยมีปัจจัยหลักผลักดันดังนี้ เราคาดว่ารายได้จะเติบโตในระดับปกติมากขึ้นที่ 6-7% ต่อปี เราสมมติให้ผู้ป่วยชาวคูเวตไม่กลับมาใช้บริการอีกเป็นกรณีเลวร้ายที่สุดที่ BDMS ไม่ใช่หนึ่งในสามรายที่รัฐบาลคูเวตเลือก นอกจากนี้ เรายังคาดว่า EBIT margin จะค่อยๆ เพิ่มขึ้นจาก 14.2% ในปี 2024F เป็น 14.6/14.9/15.1% ในปี 2025-27F เนื่องจากผลของ operating leverage การรักษาโรคร้ายแรงที่เพิ่มขึ้น และสัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติที่มีอัตราค่าไถ่สูงที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่าสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติจะเพิ่มขึ้นเป็น 28.9% ในปี 2027F เทียบกับ 27.2% ในปี 2023

### แพลตฟอร์มธุรกิจแข็งแกร่ง

BDMS มีโรงพยาบาล 56 แห่ง ใน 20 เมืองใหญ่ ในประเทศไทย, 2 แห่งในกัมพูชา, มี BDMS Wellness Clinic and Resort 1 แห่ง และแพลตฟอร์มดิจิทัลด้านการดูแลสุขภาพ 5 แพลตฟอร์ม (HEALTH UP, WELL, BEDEE, My B+ และ SKIN X) BDMS ได้ก้าวเข้าสู่การให้บริการดูแลสุขภาพแบบครบวงจร (การรักษาพยาบาล การป้องกัน และการฟื้นฟู) แก่ผู้ป่วยในทุกกลุ่มรายได้ รวมถึงผู้ป่วยในโครงการประกันสังคม การมีพอร์ตและตลาดที่หลากหลายจะช่วยหนุนการไหลเวียนของผู้ป่วย และลดผลลบจากการหายไปของผู้ป่วยคูเวต หลักเกณฑ์การประเมินประกันสุขภาพที่เข้มงวดมากขึ้น และภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว

### ขยายตัวจากฐานที่ต่ำ

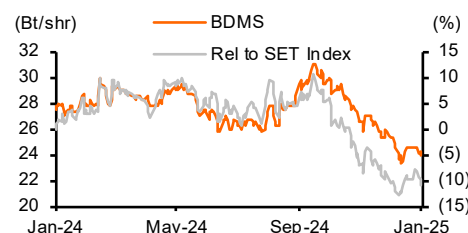
เราคาดว่า BDMS จะใช้เงินลงทุนราว 9.0-9.5 พันลบ. ต่อปี ในปี 2025-27F หรือคิดเป็น 7-8% ของรายได้รวม เมื่อพิจารณาจำนวนเตียงโครงการที่ประกาศแล้ว บ่งชี้ว่าจำนวนเตียงจะเพิ่มขึ้น 7% เป็น 9,300 เตียง ในปี 2027F จาก 8,713 เตียง ในปี 2024 หรือราว 2% ต่อปี โดยโครงการที่อยู่ในแผน ได้แก่ Samitvej International Children ขนาด 100 เตียง โรงพยาบาลพญาไท บ่อวิน ขนาด 220 เตียง โรงพยาบาลกรุงเทพ เชียงใหม่ ขนาด 90 เตียง โรงพยาบาลกรุงเทพ เขาใหญ่ ขนาด 53 เตียง และโรงพยาบาลพญาไท 1 ขนาด 160 เตียง ในปี 2025-27F

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	97,077	104,000	110,885	118,218
Net profit	14,375	15,724	17,096	18,499
Consensus NP	—	15,859	17,136	18,528
Diff frm cons (%)	—	(0.8)	(0.2)	(0.2)
Norm profit	14,375	15,724	17,096	18,499
Prev. Norm profit	—	15,978	17,722	19,254
Chg frm prev (%)	—	(1.6)	(3.5)	(3.9)
Norm EPS (Bt)	0.9	1.0	1.1	1.2
Norm EPS grw (%)	14.0	9.4	8.7	8.2
Norm PE (x)	26.5	24.3	22.3	20.6
EV/EBITDA (x)	19.4	18.2	16.7	15.5
P/BV (x)	4.0	3.8	3.7	3.6
Div yield (%)	2.9	3.3	3.6	3.9
ROE (%)	15.5	16.2	16.9	17.6
Net D/E (%)	1.0	(2.5)	(4.7)	(6.3)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jan-25 (Bt)	24.00
Market Cap (US\$ m)	11,017.6
Listed Shares (m shares)	15,892.0
Free Float (%)	66.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	42.9
12M Price H/L (Bt)	31.00/23.30
Sector	Health Care
Major Shareholder	Prasartthongsot Family 16.71%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P28

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



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

	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Thai patient growth - OPD (%)</b>						
- New	49.3	2.5	5.0	3.0	3.0	3.0
- Old			5.0	4.0	3.0	3.0
- Change (ppt)			0.0	(1.0)	0.0	0.0
<b>Thai patient growth - IPD (%)</b>						
- New	57.3	99.2	1.0	2.0	3.0	3.0
- Old			0.0	3.0	3.0	3.0
- Change (ppt)			1.0	(1.0)	0.0	0.0
<b>Average billing growth - Thai patients (%)</b>						
- New	(21.1)	16.3	1.2	2.5	3.0	3.0
- Old			1.6	3.1	3.0	3.0
- Change (ppt)			(0.4)	(0.5)	0.0	0.0
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	12,606	14,375	15,724	17,096	18,499	19,713
- Old			15,978	17,722	19,254	20,312
- Change (%)			(1.6)	(3.5)	(3.9)	(3.0)

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	22,063	23,788	25,500	27,392	29,366	31,312	33,379	35,565	37,889	40,358	42,984	—
Free cash flow	16,312	16,883	18,622	14,403	26,504	28,462	30,532	32,716	35,026	37,472	40,062	763,807
PV of free cash flow	16,268	14,913	15,458	11,233	19,427	19,072	19,139	19,181	19,210	19,224	18,358	350,007
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	6.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	541,490											
Net debt (end-2024F)	(2,579)											
Minority interest	4,201											
Equity value	539,868											
# of shares (m)	15,892											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>34.00</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งเมื่อปี 1969 และเปิดดำเนินงานโรงพยาบาลเอกชนเป็นครั้งแรกในนาม “โรงพยาบาลกรุงเทพ” ในปี 1972 ปัจจุบัน BDMS เป็นผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทยในแง่ของรายได้ผู้ป่วย และมูลค่าตามราคาตลาด โดยบริษัทฯ เน้นเจาะตลาดในกรุงเทพฯ และตลาดที่มีอัตราการเติบโตสูงทั่วประเทศ

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

- เนื่องจาก BDMS ดำเนินงานบริหารโรงพยาบาล 56 แห่ง ทั่วประเทศ (รวมทั้งกลุ่มพญาไท และเปาโล) และสองโรงพยาบาลในกทมพญา จึงมีการกระจายความเสี่ยงของรายได้
- งบดุลค่อนข้างแข็งแกร่ง และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่ต่ำจะเพิ่มความสามารถในการขยายธุรกิจ และเข้าซื้อกิจการ

## O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นทำให้ประชาชนสามารถจับจ่ายใช้สอยมากขึ้นเพื่อให้ได้รับการบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพดีขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการดูแลสุขภาพที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราการรักษายาบาลที่ต่ำและมีคุณภาพการรักษายาบาลที่สูงสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์
- การระบาดของโรค

## W — Weakness

- เนื่องจากค่าเสื่อมราคามีสัดส่วนราว 6% ของรายได้ในปี 2023 กำไรของ BDMS จึงมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของรายได้ และสถานะเศรษฐกิจ

## T — Threat

- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค อย่างเช่นโรงพยาบาลในประเทศสิงคโปร์
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านการเมือง และนโยบายของภาครัฐ
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	34.31	34.00	-1%
Net profit 24F (Bt m)	15,859	15,724	-1%
Net profit 25F (Bt m)	17,136	17,096	0%
Consensus REC	BUY: 28	HOLD: 3	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

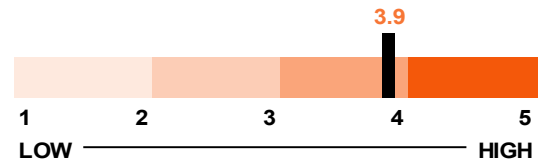
- ผลประกอบการของโรงพยาบาลใหม่อาจให้ผลตอบแทนต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ หากมีการแข่งขันที่มากขึ้นระหว่างโรงพยาบาลเอกชนเดิมที่อยู่ในอุตสาหกรรมหรือผู้ประกอบการรายใหม่
- จำนวนผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติต่ำกว่าที่เราคาดไว้
- หาก BDMS Wellness Clinic และ BDMS Silver Wellness & Residence ใช้เวลาในการกลับมามีกำไรต่ำกว่าที่เราคาด
- หาก Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมลดลงจะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

BDMS เป็นหนึ่งในบริษัทในประเทศไทยที่ให้ความสำคัญกับประเด็น ESG เป็นอย่างมาก รายงาน ESG ของบริษัทฯ อธิบายเป้าหมายและแผนเกี่ยวกับ ESG อย่างชัดเจน เราให้คะแนน ESG สำหรับ BDMS ค่อนข้างสูงที่ 3.9 ด้วยมุ่งเน้นที่นวัตกรรมดิจิทัลและการแพทย์ เราคาดว่าคะแนน ESG จะดีขึ้นในอนาคต

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)
BDMS	YES	A	YES	AA	-	56.48	82.0	34.0	5.0

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

- BDMS มีโรงพยาบาลในเครือซึ่งลักษณะธุรกิจไม่ก่อให้เกิด CO2 หรือปัญหาสิ่งแวดล้อมอื่นๆ มากนัก
- บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์จากการดำเนินงานสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 ในขณะที่เดียวกันก็ลดก๊าซเรือนกระจก (Scope 1 และ Scope 2) อย่างน้อย 30% ภายในปี 2030 เมื่อเทียบกับปีฐาน 2022 เพื่อให้บรรลุเป้าหมายนี้ โรงพยาบาลและบริษัทย่อยทุกแห่งของ BDMS นำจะประสบความสำเร็จในการใช้พลังงานทดแทนภายในปี 2030
- BDMS มีกิจกรรมและแผนงานมากมายเพื่อลดการปล่อยมลพิษต่อไปอีก โรงพยาบาลและธุรกิจภายใต้ BDMS กว่า 50% ได้รับการติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ ซึ่งช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ได้มากกว่า 10,000 ตัน CO2
- BDMS ดำเนินโครงการ LESS 4 โครงการ (ขวดน้ำไร้พลาสติก โครงการ Waste DD เพื่อนำขยะรีไซเคิลมาผลิตกระดาษ ถุงขยะ และชุด PPE เป็นต้น) ในปี 2023 โดยมีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลดลงมากกว่า 2 ตันเทียบเท่า CO2

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- BDMS เชื่อว่าสวัสดิการพนักงานมีเหมาะสม และมีสภาพแวดล้อมในการทำงานที่ปลอดภัย อีกทั้งยังมอบทุนการศึกษาแก่แพทย์ พยาบาล และบุคลากรอื่นๆ อีกด้วย
- "BDMS Simulation Center" เป็นศูนย์ฝึกอบรมทักษะทางคลินิก ผ่านการจำลองสถานการณ์ทางการแพทย์เสมือนจริง "BDMS Tele-Simulation Network System" เป็นโปรแกรมการเรียนรู้นวัตกรรมสำหรับพนักงาน
- โรงพยาบาลทุกแห่งได้รับการรับรองโดย JCI และ/หรือ HA/Advance HA สำหรับการประเมินและการพัฒนาเพื่อความปลอดภัยสูงสุดของผู้ป่วย
- BDMS ได้พัฒนาระบบนิเวศการดูแลสุขภาพแบบครบวงจรภายใต้แพลตฟอร์ม BeDee โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อขยายโอกาสในการให้บริการทางการแพทย์แบบครบวงจร เสมือนรับการรักษาพยาบาลที่โรงพยาบาลทุกที่ทุกเวลา คะแนนความพึงพอใจของผู้ป่วยที่มีต่อ BDMS อยู่ที่ 92.4% ในปี 2023
- BDMS จัดอบรมการปฐมพยาบาลเบื้องต้นและเทคนิคการช่วยชีวิตเบื้องต้นแก่ประชาชน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างความรู้และเพิ่มอัตราการรอดชีวิตในกรณีฉุกเฉิน

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- BDMS มีกรรมการบริษัท 15 คน (หญิง 2 คน และชาย 13 คน) โดยมีองค์ประชุมไม่ต่ำกว่า 2 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด
- BDMS มีนโยบายในการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินและข่าวสารทั่วไปแก่ผู้ถือหุ้น นักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และประชาชนทั่วไปอย่างถูกต้อง เหมาะสม โปร่งใส และทันเวลา และเป็นไปตามกฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้องกำหนด
- BDMS มีผู้ตรวจสอบภายในอิสระ และนโยบายการบริหารความเสี่ยง
- BDMS พัฒนานวัตกรรมบริการด้านสุขภาพ ผ่านวัฒนธรรมนวัตกรรมและความร่วมมือระดับโลก BDMS ผลักดันโครงการนวัตกรรมต่างๆ ผ่าน Startup Engagement ด้วยแนวคิด BDMS Smart Healthcare

Source: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

*Thai and international patients look set to drive revenue in 2024-26F*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	88,535	97,077	104,000	110,885	118,218
Cost of sales	58,329	63,412	68,501	72,738	77,339
<b>Gross profit</b>	<b>30,205</b>	<b>33,665</b>	<b>35,499</b>	<b>38,146</b>	<b>40,879</b>
% gross margin	34.1%	34.7%	34.1%	34.4%	34.6%
Selling & administration expenses	17,655	19,806	20,715	21,958	23,290
<b>Operating profit</b>	<b>12,551</b>	<b>13,859</b>	<b>14,784</b>	<b>16,188</b>	<b>17,589</b>
% operating margin	14.2%	14.3%	14.2%	14.6%	14.9%
Depreciation & amortization	5,950	5,848	6,011	6,297	6,581
<b>EBITDA</b>	<b>18,500</b>	<b>19,707</b>	<b>20,795</b>	<b>22,486</b>	<b>24,170</b>
% EBITDA margin	20.9%	20.3%	20.0%	20.3%	20.4%
Non-operating income	4,521	5,250	5,871	6,178	6,495
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(632)	(547)	(428)	(390)	(315)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>16,440</b>	<b>18,563</b>	<b>20,227</b>	<b>21,977</b>	<b>23,769</b>
Income tax	3,227	3,755	4,005	4,351	4,706
<b>After-tax profit</b>	<b>13,212</b>	<b>14,808</b>	<b>16,222</b>	<b>17,626</b>	<b>19,063</b>
% net margin	14.9%	15.3%	15.6%	15.9%	16.1%
Shares in affiliates' Earnings	42	89	73	79	85
Minority interests	(648)	(522)	(571)	(609)	(649)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>12,606</b>	<b>14,375</b>	<b>15,724</b>	<b>17,096</b>	<b>18,499</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>12,606</b>	<b>14,375</b>	<b>15,724</b>	<b>17,096</b>	<b>18,499</b>
EPS (Bt)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2

## BALANCE SHEET

*More new projects due to enter into its portfolio in 2024-26*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	27,799	23,545	25,272	25,197	26,183
Cash & cash equivalent	14,972	9,467	10,172	10,172	10,172
Account receivables	10,484	11,558	12,394	12,152	12,955
Inventories	2,211	2,420	2,627	2,790	2,966
Others	132	101	78	83	89
Investments & loans	1,982	2,108	2,108	2,108	2,108
Net fixed assets	81,860	87,025	90,042	93,348	96,528
Other assets	29,902	30,917	32,941	33,982	34,783
<b>Total assets</b>	<b>141,543</b>	<b>143,596</b>	<b>150,364</b>	<b>154,635</b>	<b>159,603</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	20,616	18,433	19,850	20,306	20,952
Account payables	6,176	6,901	7,455	7,916	8,417
Bank overdraft & ST loans	532	0	0	0	0
Current LT debt	5,000	2,500	1,898	1,272	764
Others current liabilities	8,909	9,032	10,497	11,117	11,771
<b>Total LT debt</b>	<b>10,498</b>	<b>7,999</b>	<b>5,695</b>	<b>3,816</b>	<b>2,293</b>
Others LT liabilities	16,716	18,291	21,503	22,621	23,556
<b>Total liabilities</b>	<b>47,830</b>	<b>44,723</b>	<b>47,048</b>	<b>46,743</b>	<b>46,800</b>
Minority interest	3,834	3,630	4,201	4,810	5,459
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589
Share premium	30,166	30,166	30,166	30,166	30,166
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	10,174	11,512	11,512	11,512	11,512
<b>Retained earnings</b>	<b>47,950</b>	<b>51,975</b>	<b>55,848</b>	<b>59,815</b>	<b>64,076</b>
Shareholders' equity	89,879	95,242	99,115	103,082	107,343
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>141,543</b>	<b>143,596</b>	<b>150,364</b>	<b>154,635</b>	<b>159,603</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT***Sustainable cash inflow streams*

<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	16,440	18,563	20,227	21,977	23,769
Tax paid	(2,761)	(3,623)	(3,885)	(4,240)	(4,583)
Depreciation & amortization	5,950	5,848	6,011	6,297	6,581
Chg In working capital	(419)	(557)	(490)	541	(479)
Chg In other CA & CL / minorities	589	(601)	1,413	583	610
<b>Cash flow from operations</b>	<b>19,798</b>	<b>19,630</b>	<b>23,276</b>	<b>25,158</b>	<b>25,897</b>
Capex	(7,699)	(10,610)	(8,580)	(9,180)	(9,380)
Right of use	(7,228)	(1,012)	(1,000)	(800)	(500)
ST loans & investments	3	(12)	28	0	0
LT loans & investments	(382)	(127)	0	0	0
Adj for asset revaluation	1,033	1,338	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	4,053	1,169	1,740	454	252
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(10,220)</b>	<b>(9,254)</b>	<b>(7,812)</b>	<b>(9,526)</b>	<b>(9,628)</b>
Debt financing	357	(5,531)	(2,906)	(2,504)	(2,031)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(7,943)	(10,343)	(11,852)	(13,128)	(14,238)
Warrants & other surplus	338	(7)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(7,248)</b>	<b>(15,881)</b>	<b>(14,758)</b>	<b>(15,632)</b>	<b>(16,269)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>12,099</b>	<b>9,020</b>	<b>14,696</b>	<b>15,978</b>	<b>16,517</b>

**VALUATION***Inexpensive valuation, 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)	30.3	26.5	24.3	22.3	20.6
Normalized PE - at target price (x)	42.9	37.6	34.4	31.6	29.2
PE (x)	30.3	26.5	24.3	22.3	20.6
PE - at target price (x)	42.9	37.6	34.4	31.6	29.2
EV/EBITDA (x)	20.7	19.4	18.2	16.7	15.5
EV/EBITDA - at target price (x)	29.3	27.5	25.9	23.8	22.1
P/BV (x)	4.2	4.0	3.8	3.7	3.6
P/BV - at target price (x)	6.0	5.7	5.5	5.2	5.0
P/CFO (x)	19.3	19.4	16.4	15.2	14.7
Price/sales (x)	4.3	3.9	3.7	3.4	3.2
Dividend yield (%)	2.5	2.9	3.3	3.6	3.9
FCF Yield (%)	3.2	2.4	3.9	4.2	4.3
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
EPS	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
DPS	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
BV/share	5.7	6.0	6.2	6.5	6.8
CFO/share	1.2	1.2	1.5	1.6	1.6
FCF/share	0.8	0.6	0.9	1.0	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

*Sustainable EPS growth  
in 2024-26F*

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	23.8	9.6	7.1	6.6	6.6
Net profit (%)	58.8	14.0	9.4	8.7	8.2
EPS (%)	58.8	14.0	9.4	8.7	8.2
Normalized profit (%)	58.8	14.0	9.4	8.7	8.2
Normalized EPS (%)	58.8	14.0	9.4	8.7	8.2
Dividend payout ratio (%)	75.6	77.4	80.0	80.0	80.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	34.1	34.7	34.1	34.4	34.6
Operating margin (%)	14.2	14.3	14.2	14.6	14.9
EBITDA margin (%)	20.9	20.3	20.0	20.3	20.4
Net margin (%)	14.9	15.3	15.6	15.9	16.1
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	19.9	25.4	34.5	41.5	55.9
Interest coverage - EBITDA (x)	29.3	36.1	48.6	57.7	76.8
ROA - using norm profit (%)	9.3	10.1	10.7	11.2	11.8
ROE - using norm profit (%)	14.5	15.5	16.2	16.9	17.6
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	15.2	16.0	16.7	17.4	18.1
- asset turnover (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
- operating margin (%)	19.3	19.7	19.9	20.2	20.4
- leverage (x)	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
- interest burden (%)	96.3	97.1	97.9	98.3	98.7
- tax burden (%)	80.4	79.8	80.2	80.2	80.2
WACC (%)	0.0	0.0	0.0	6.4	6.4
ROIC (%)	11.6	12.2	12.3	13.4	14.4
NOPAT (Bt m)	10,087	11,056	11,857	12,983	14,106
invested capital (Bt m)	90,937	96,274	96,535	97,999	100,228

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 243.00 (Unchanged)

9 JANUARY 2025

Company Update

Upside : 24.6%

# Bumrungrad Hospital Pcl (BH TB)

## ราคาถูกลงมากเกินไป

เราเชื่อว่าราคาหุ้น BH ที่ปรับลดลงถึง 26% หลังประกาศผลการดำเนินงาน 3Q24 นั้นมากเกินไป เรามองว่า BH ไม่แพงที่ 19.0 เท่า PE แม้กำไรจะมีแนวโน้มเติบโตในระดับเลขหลักเดียว แต่ BH เป็นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงสุด ด้วยมี ROE ที่ 28% เทียบกับกลุ่มฯ ที่ 18%



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

การเติบโตอ่อนตัวลง แต่มีความสามารถในการทำกำไรสูง “ซื้อ” บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล – “กลับมาเติบโตในระดับปกติ” วันที่ 9 มกราคม 2025 เรากำหนดคำแนะนำ “ซื้อ” BH เนื่องจาก 1) หลังราคาหุ้นลดลง 26% จากผลการดำเนินงาน 3Q24 ที่ออกมาหน้าผิดหวัง ทำให้ BH ซื้อขายอยู่ที่ PE 19.0x ในปี 2025 เรามองว่า BH ไม่แพง 2) น่าจะมี upside ต่อคาดการณ์การเติบโตที่อ่อนแอของ EPS ของเราที่ 7/2% ในปี 2025-26F หากรัฐบาลคัดเลือก BH เป็นหนึ่งในสามโรงพยาบาลไทยที่ได้รับการคัดเลือก นอกจากนี้ ปัจจัยหนุนจากการขาดทุนจากโครงการใหม่ในปี 2026F ไม่ได้เป็นปัจจัยพื้นฐานเชิงลบจริงๆ และ 3) BH เป็นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงสุดในกลุ่มฯ โดยมี ROE ที่ 28% เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 18%

### กำไรเติบโตในระดับปกติของธุรกิจ

เราคาดว่า EPS ของ BH จะเติบโต 7/2% ในปี 2025-26F หนุนโดยรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติ และอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น แม้เราประเมินอย่างระมัดระวังว่าผู้ป่วยควอดและสหรัฐอเมริกาหับเอมิเรตส์จะไม่กลับมา แต่เราคาดว่าจะมีการเติบโตจากตลาดใหม่ (จีน อินเดีย เอเชีย เออีโอเปีย รัสเซีย ประเทศ CIS) บังคลาเทศ หลังจากสถานการณ์ทางการเมืองที่ตึงเครียด การเปลี่ยนกลยุทธ์ของ BH ในกัมพูชา และความต้องการที่แข็งแกร่งจากตลาดที่มีอยู่ เช่น สหรัฐอเมริกา (ผู้ป่วยบินเข้ามา และผู้ป่วยที่อาศัยในไทย) และมองโกเลีย เราคาดว่ารายได้ของ BH จะเติบโต 4% ในปี 2025F และมี EBIT margin ขยายเป็น 36.1% จาก 35.2% ในปี 2024F อย่างไรก็ตาม คาดว่าการเติบโตของกำไรจะชะลอตัวลงในปี 2026F จากการขาดทุนที่เพิ่มขึ้นจากโรงพยาบาลใหม่ในภูเก็ต

### มีความสามารถในการทำกำไรดีกว่าคู่แข่ง

BH เป็นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงสุดในกลุ่มฯ โดยคาดว่าจะมี ROE ที่ 28% ในปีนี้ แม้จะขาดทุนจากการดำเนินงานในปีแรกของโรงพยาบาลใหม่ในภูเก็ต และการขยายโรงพยาบาลในกรุงเทพฯ ในปี 2026F แต่เรายังคงคาดว่า ROE ยังสูงถึง 26% ขณะที่ ROE เฉลี่ยของกลุ่มฯ อยู่ที่เพียง 18% ในปีนี้ ซึ่งหากเรานำ BH ออกจากการคำนวณค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ROE เฉลี่ยของคู่แข่งจะอยู่ที่เพียง 15.4% ในปี 2025F BH มี ROE ที่โดดเด่น แม้ว่าจะเป็นบริษัทที่มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิก็ตาม

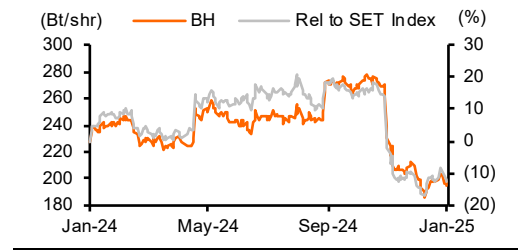
### การขยายตัวใหม่ที่สำคัญในปี 2026F

หลังจากเปิดตัว VitalLife Scientific Wellness Center แห่งใหม่ในภูเก็ต เมื่อ 3Q24 ก็มีโครงการขยายที่สำคัญอีก 2 โครงการ ในปี 2026F 1) สามอาคารใหม่ใกล้โรงพยาบาลหลักในกรุงเทพฯ ในซอยสุขุมวิท 1 ซึ่งประกอบด้วยอาคาร 59 เตียง สถาบันมะเร็งวิทยาและศูนย์เทคโนโลยีขั้นสูง และอาคาร BI Annex และ 2) โรงพยาบาลใหม่ 212 เตียง ในภูเก็ต ซึ่งจะมีศูนย์วินิจฉัยโรคขั้นสูงด้วย

### 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	—	7,732	8,098	8,366
Diff frm cons (%)	—	(1.3)	0.8	(0.4)
Norm profit	6,978	7,653	8,163	8,332
Prev. Norm profit	—	7,653	8,163	8,332
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
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)	22.2	20.3	19.0	18.6
EV/EBITDA (x)	15.5	14.3	13.5	12.8
P/BV (x)	6.5	5.7	5.1	4.7
Div yield (%)	2.3	3.0	3.4	4.0
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 8-Jan-25 (Bt)	195.00
Market Cap (US\$ m)	4,477.7
Listed Shares (m shares)	794.9
Free Float (%)	65.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	27.4
12M Price H/L (Bt)	278.00/185.50
Sector	Health Care
Major Shareholder	Sophonpanich family ~35%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P35

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน





**Ex 1: 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	17,128	—
Free cash flow	4,115	7,727	9,395	9,904	10,442	10,954	11,485	12,029	12,596	13,192	13,714	245,420
PV of free cash flow	4,103	6,782	7,725	7,627	7,533	7,208	7,048	6,883	6,722	6,566	6,063	108,508
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	6.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value -	182,768											
add investments												
Net debt (end-2024F)	(11,013)											
Minority interest	362											
Equity value	193,419											
# of shares (m)	795											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>243</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## 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)	269.64	243.00	-10%
Net profit 24F (Bt m)	7,732	7,633	-1%
Net profit 25F (Bt m)	8,098	8,163	1%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 10	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อโรงพยาบาลใหม่ในภูเก็ตซึ่งมีกำหนดการเปิดในปี 2026

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

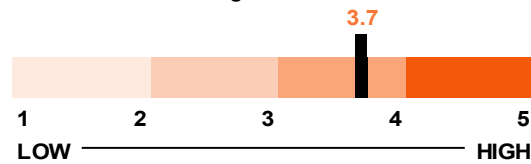
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- 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	-	62.24	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 สถาบันเวชศาสตร์จิวโนม, Hydrogel Spacers ที่ศูนย์ระบบทางเดินปัสสาวะ, สถาบันหัวใจ เป็นต้น BH ยังได้ลงทุนใน "Martech Transformation Platform" อีกด้วย

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

*International patients are the key driver for 2025-26F revenues*

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 cash flow 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)	31.4	22.2	20.3	19.0	18.6
Normalized PE - at target price (x)	39.1	27.7	25.2	23.7	23.2
PE (x)	31.4	22.1	20.3	19.0	18.6
PE - at target price (x)	39.1	27.6	25.3	23.7	23.2
EV/EBITDA (x)	21.4	15.5	14.3	13.5	12.8
EV/EBITDA - at target price (x)	26.9	19.6	18.1	17.0	16.2
P/BV (x)	7.9	6.5	5.7	5.1	4.7
P/BV - at target price (x)	9.8	8.1	7.1	6.3	5.8
P/CFO (x)	25.2	22.0	18.6	16.2	16.2
Price/sales (x)	7.5	6.1	6.1	5.8	5.5
Dividend yield (%)	1.8	2.3	3.0	3.4	4.0
FCF Yield (%)	3.1	3.5	4.1	3.1	5.1
<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 (%)	0.0	0.0	0.0	6.7	6.7
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

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 3.40**

(Unchanged)

Change in Numbers

Upside : 42.9%

9 JANUARY 2025

# Chularat Hospital Pcl (CHG TB)

## ได้ประโยชน์จาก FDI

CHG เป็นตัวเลือกที่ดีที่สุดในอันดับสองของเราในกลุ่มฯ นอกจากการเติบโตของกำไรที่โดดเด่นแล้ว เรายังมองว่า CHG เป็นผู้ได้ประโยชน์จากรอบการลงทุนใหม่จาก FDI ในประเทศไทย การลงทุนโดยตรงจาก FDI ส่วนใหญ่อยู่ในพื้นที่ EEC ซึ่งอยู่ใกล้กับโรงพยาบาลของ CHG



**SIRIPORN ARUNOTHAI**

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### Top Pick อันดับสองของเรา

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล - “กลับมาเติบโตในระดับปกติ” วันที่ 9 มกราคม 2025 ปัจจุบัน CHG เป็น Top Pick อันดับ 2 ในกลุ่มฯ และเรายังคงแนะนำ “ซื้อ” 1) คาดกำไรเติบโต 25/11% ดีกว่ากลุ่มฯ ที่ 11/7% ในปี 2025-26F และยังมีปันตัวจากที่หดตัว 4% ในปี 2024F 2) CHG เป็นผู้เล่นที่ใหญ่เป็นอันดับสองในตลาดประกันสังคม CHG จึงได้ประโยชน์จากการจ่ายเงินเต็มจำนวนสำหรับบริการที่มีต้นทุนสูงที่ 12,000 บาท/RW เริ่มตั้งแต่ปี 2025F 3) CHG เป็นผู้ได้ประโยชน์หลักจาก FDI ที่เติบโตสูง เนื่องจากเป็นเครือโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดทางตะวันออกของกรุงเทพฯ ติดพื้นที่ EEC และ 4) เรายังมองว่า CHG ไม่แพงด้วยข้อขายที่ PE 20.7 เท่า 2025F ในบทวิเคราะห์นี้ เราปรับลดกำไรปี 2024F ลง 9% แต่คงกำไรปี 2025-27F เช่นเดิม เพื่อสะท้อนการจ่ายค่ารักษาเหมาจ่ายของประกันสังคมที่ต่ำกว่า 12,000 บาท/RW ใน 2H24F ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2025F) ยังคงอยู่ที่ 3.40 บาท

### กำไรเติบโตแข็งแกร่ง

ปัจจัยหลักผลักดันให้กำไรของ CHG เติบโตแข็งแกร่งในปี 2025-26F ได้แก่ 1) รายได้จากผู้ป่วยเงินสดที่เพิ่มขึ้น 7% ต่อปี 2) รายได้จากประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น 14/6% ในปี 2025-26F เนื่องจากจำนวนผู้ประกันตนภายใต้ประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น และการจ่ายเต็มจำนวนในอัตราปกติ 12,000 บาท/RW ตั้งแต่ปี 2025F เป็นต้นไป 3) EBIT margin ที่เพิ่มขึ้นจาก 13.1% ในปี 2024 เป็น 17.4/18.2% ในปี 2025-26F เนื่องจากรายได้จากการรักษาโรคร้ายแรงที่เพิ่มขึ้น มีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจบริหารโรงพยาบาลที่มีอัตรากำไรต่ำลดลง และผลประโยชน์จาก operating leverage และ 4) การขาดทุนที่ลดลงจากโครงการใหม่ 2 โครงการที่เปิดตัวในช่วงกลางปี 2023

### มีโรงพยาบาลใกล้และในเขต EEC

CHG มีเตียงรวม 938 เตียง ใน 10 โรงพยาบาล โรงพยาบาลส่วนใหญ่ตั้งอยู่ทางตะวันออกของกรุงเทพฯ ติดกับพื้นที่ EEC และจังหวัดปทุมธานี โรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดคือโรงพยาบาลจุฬารัตน์ 3 ตั้งอยู่ทางตะวันออกของกรุงเทพฯ ในจังหวัดสมุทรปราการ CHG มีโรงพยาบาลทั้งหมด 4 แห่งตั้งอยู่ทางตะวันออกของกรุงเทพฯ, 4 แห่งใน EEC (ครอบคลุม 3 จังหวัด ได้แก่ ฉะเชิงเทรา ชลบุรี และระยอง) 1 แห่งในปทุมธานี ซึ่งมีนิคมอุตสาหกรรมหลายแห่ง และ 1 แห่งในแม่สอด จังหวัดตาก ผังตะวันตกรัฐบาลกำลังพิจารณายกระดับปทุมธานีให้เป็นส่วนหนึ่งของพื้นที่ EEC

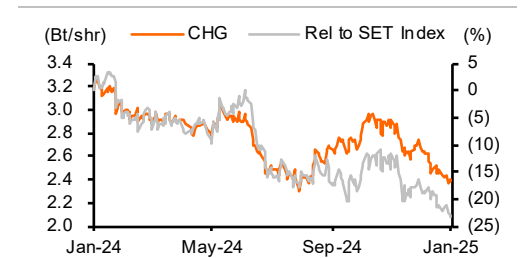
### โรงพยาบาลใหม่จะหนุนกำไรปี 2027F

CHG มีโครงการใหม่ 4 โครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการ ได้แก่ โรงพยาบาลจุฬารัตน์ ระยอง อินเทอร์เน็ตเซ็นแนล ขนาด 200 เตียง ซึ่งจะเปิดให้บริการในช่วงต้นปี 2027 อาคารผู้ป่วยนอก 5 ชั้นที่โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 11 ใน 3Q25 การเพิ่มเตียงที่โรงพยาบาลจุฬารัตน์ RPC จำนวน 71 เตียง ในช่วงต้นปี 2025 และการสร้างอาคารใหม่ 2 อาคาร รวม 100 เตียงที่โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 3 ซึ่งจะเปิดในช่วงต้นปี 2027 เราไม่คาดว่าจะมีผลขาดทุนใหญ่จากโครงการส่วนใหญ่ ยกเว้นการเปิดโรงพยาบาลจุฬารัตน์ ระยอง อินเทอร์เน็ตเซ็นแนล ในปี 2027 โรงพยาบาลระยองแห่งใหม่จะทำให้ CHG มีธุรกิจเพิ่มขึ้นในใจกลาง EEC

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	7,730	8,312	9,069	9,651
Net profit	1,046	1,010	1,265	1,402
Consensus NP	—	1,100	1,275	1,377
Diff frm cons (%)	—	(8.1)	(0.7)	1.9
Norm profit	1,046	1,010	1,265	1,402
Prev. Norm profit	—	1,113	1,265	1,402
Chg frm prev (%)	—	(9.2)	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	(62.4)	(3.4)	25.2	10.8
Norm PE (x)	25.0	25.9	20.7	18.7
EV/EBITDA (x)	16.2	15.7	12.0	11.0
P/BV (x)	3.5	3.4	3.2	3.0
Div yield (%)	2.9	2.9	3.6	4.0
ROE (%)	13.9	13.2	15.9	16.7
Net D/E (%)	(10.6)	(13.0)	(12.3)	(9.7)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jan-25 (Bt)	2.38
Market Cap (US\$ m)	756.3
Listed Shares (m shares)	11,000.0
Free Float (%)	43.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.0
12M Price H/L (Bt)	3.26/2.30
Sector	Health Care
Major Shareholder	Plussind Family 24.96%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P42

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



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

	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Revenue from SSS patients (Bt m) *</b>						
- New	2,149	2,461	2,528	2,893	3,057	3,215
- Old			2,660	2,893	3,057	3,215
- Change (%)			(5.0)	—	—	—
<b>Gross profit (%)</b>						
- New	41.5	26.0	25.0	28.6	29.4	28.0
- Old			26.2	28.6	29.4	28.0
- Change (ppt)			(1.2)	—	—	—
<b>SG&amp;A to sales (%)</b>						
- New	9.3	11.8	11.9	11.2	11.1	11.1
- Old			11.7	11.2	11.1	11.1
- Change (ppt)			0.2	—	—	—
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	2,778	1,046	1,010	1,265	1,402	1,495
- Old			1,113	1,265	1,402	1,495
- Change (%)			(9.2)	—	—	—

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* We assume SSO to pay Bt8,000/RW for high-cost care service in 2H24.

## 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	2,082	2,280	2,374	2,619	2,851	3,074	3,299	3,540	3,797	4,070	4,360	—
Free cash flow	846	812	1,593	1,778	1,972	2,153	2,328	2,509	2,707	2,924	2,950	52,589
PV of free cash flow	844	706	1,291	1,343	1,389	1,415	1,427	1,433	1,442	1,453	1,301	23,201
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	7.3											
Terminal growth (%)	2.0											
<b>Enterprise value</b>	<b>37,245</b>											
Net debt (end-2024F)	(1,061)											
Minority interest	419											
Equity value	37,887											
# of shares (m)	11,000											
Equity value / share (Bt)	<b>3.40</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



## COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โรงพยาบาลจุฬารัตน์ (CHG) ดำเนินงานบริหารโรงพยาบาลเอกชน ภายใต้แบรนด์ "จุฬารัตน์" ทางภาคตะวันออกโดยเฉพาะอย่างยิ่งใน จ.สมุทรปราการ และจ.ฉะเชิงเทรา CHG ก่อตั้งขึ้นในปี 1986 ปัจจุบันมี โรงพยาบาลหลัก 10 แห่ง และคลินิก 5 แห่ง ให้บริการรักษาพยาบาลแก่ ผู้ป่วยเงินสด และผู้ป่วยภายใต้โครงการประกันสังคม กลุ่มจุฬารัตน์มีความเชี่ยวชาญอย่างแข็งแกร่งในด้านศัลยกรรมทางมือ และศัลยกรรมโดยใช้กล้องจุลทรรศน์, ผู้ป่วยทารกแรกเกิดระยะวิกฤต (NICU), ศูนย์หัวใจ และศูนย์โรคหลอดเลือดสมอง

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เป็นหนึ่งในกลุ่มโรงพยาบาลขนาดใหญ่ของประเทศไทยที่มี ประสิทธิภาพที่แข็งแกร่ง และมีแบรนด์ที่มีชื่อเสียงในการให้บริการด้าน คุณแลสุขภาพ
- โรงพยาบาลของ CHG ตั้งอยู่ทำเลที่ดี (ชุมชน โรงงาน และนิคม อุตสาหกรรม)
- มีโรงเรียนฝึกหัดพยาบาลของตัวเอง รองรับความต้องการของกลุ่ม

## O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแล รักษาสุขภาพในอนาคต
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- ผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การระบาดจากโควิด19

## CONSENSUS COMPARISON

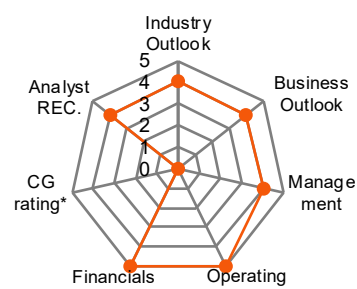
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.29	3.40	3%
Net profit 24F (Bt m)	1,100	1,010	-8%
Net profit 25F (Bt m)	1,275	1,265	-1%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 2	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับคาดการณ์ของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



## Rating Scale

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

Source: Thanachart; \* No CG Rating

## W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด โดยยังคงเน้นตลาดระดับล่างถึงกลาง และตลาดระบบประกันสุขภาพของภาครัฐ

## T — Threat

- เครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้ามา ยังตลาดระดับกลาง
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- การระบาดจากโควิด19

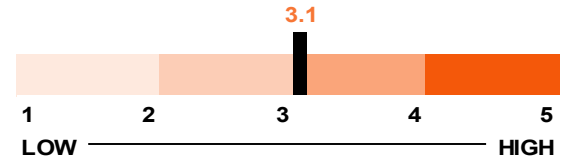
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากธุรกิจผู้ป่วยเงินสดของ CHG แย่ กว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากอัตราการเบิกเงินคืนสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมและประกันสุขภาพถ้วนหน้าลดลงใน อนาคต จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- เนื่องจากการขยายขีดความสามารถในการรองรับในช่วงหลายปี ข้างหน้า อาคารใหม่ของ CHG อาจทำกำไรให้ช้ากว่าที่เราคาด
- หากมีการแข่งขันจากผู้ประกอบการเอกชนมากขึ้นหรือมีผู้ประกอบการ ใหม่เข้ามายังตลาดไทย จะมีความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

CHG เป็นเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่เป็นอันดับหกในประเทศไทย ลักษณะธุรกิจของบริษัท ไม่ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจกมากนัก เราให้คะแนน ESG สำหรับ CHG ที่ 3.1 และเราคาดว่าคะแนนจะดีขึ้นในอนาคตด้วยนวัตกรรมทางการแพทย์ที่มากขึ้น

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)
CHG	-	-	-	BB	-	57.24	21.00	-	0.0

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
- การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- CHG เป็นเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่เป็นอันดับหกในประเทศไทย โดยบริหารโรงพยาบาล 10 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 บริษัท ได้จัดกิจกรรม "รณรงค์ปลูกต้นไม้" เพื่อปลูกต้นไม้ในพื้นที่ว่างบริเวณโรงพยาบาล มีนโยบายลดการใช้ถุงพลาสติกและกล่องโฟม ใช้กระดาษสองหน้า เปลี่ยนหลอดฟลูออเรสเซนต์ เป็นหลอด LED CHG มีระบบระบายน้ำเสีย และบำบัดน้ำเสียเพื่อปรับปรุงคุณภาพน้ำให้ได้มาตรฐาน

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- CHG เล็งเห็นความสำคัญของสิทธิมนุษยชนผ่านค่านิยมหลัก "iCare" โดย "iCare" มุ่งเน้นไปที่ความปลอดภัยของผู้ป่วยสากล (International Patient Safety) ซึ่งเกี่ยวกับการรักษาพยาบาลที่เท่าเทียมกัน และความปลอดภัยของผู้ป่วย และการเคารพในความเป็นปัจเจกบุคคล
- CHG เชื่อว่าบริษัท ให้คำตอบแทนและผลประโยชน์ที่เหมาะสม พร้อมด้วยบรรยากาศที่ดีและสุขอนามัยที่ดีในสถานที่ทำงาน อีกทั้งยังมีการฝึกอบรมและให้ทุนการศึกษาแก่พนักงานอีกด้วย จูพาร์ตน์ อินเทอร์เน็ต เปิดอบรมผู้ช่วยพยาบาล โดยมีเป้าหมายให้มีอัตราอุบัติเหตุจากการทำงานน้อยกว่า 10%
- CHG มุ่งเน้นคุณภาพการบริการด้วยความรวดเร็วและปลอดภัย โดยมีเป้าหมายให้มีความพึงพอใจของลูกค้ามากกว่า 90% CHG ได้รับการรับรองคุณภาพต่างๆ เช่น Hospital Accreditation (HA), Joint Commission International (JCI) เป็นต้น
- CHG จัดให้มีการฝึกอบรมแก่สาธารณชนและพนักงานของบริษัทของลูกค้า การฝึกอบรม เช่น การฝึกปฐมพยาบาลเบื้องต้น การอบรมเลี้ยงดูเด็กแก่มารดาที่ตั้งครรภ์ โครงการส่งเสริมสุขภาพชุมชนเคลื่อนที่ และการฝึกอบรมการปฐมพยาบาลเบื้องต้นที่ใช้พื้นที่ชุมชน

**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

## INCOME STATEMENT

*Revenue from cash and SSS patients boosts the top line in 2025-26F*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	10,103	7,730	8,312	9,069	9,651
Cost of sales	5,908	5,723	6,234	6,475	6,818
<b>Gross profit</b>	<b>4,195</b>	<b>2,008</b>	<b>2,078</b>	<b>2,594</b>	<b>2,833</b>
% gross margin	41.5%	26.0%	25.0%	28.6%	29.4%
Selling & administration expenses	935	911	988	1,019	1,075
<b>Operating profit</b>	<b>3,260</b>	<b>1,097</b>	<b>1,090</b>	<b>1,575</b>	<b>1,758</b>
% operating margin	32.3%	14.2%	13.1%	17.4%	18.2%
Depreciation & amortization	403	464	513	520	532
<b>EBITDA</b>	<b>3,664</b>	<b>1,561</b>	<b>1,603</b>	<b>2,095</b>	<b>2,291</b>
% EBITDA margin	36.3%	20.2%	19.3%	23.1%	23.7%
Non-operating income	311	293	249	56	39
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(16)	(24)	(33)	(11)	(8)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>3,555</b>	<b>1,366</b>	<b>1,306</b>	<b>1,619</b>	<b>1,789</b>
Income tax	703	279	269	332	367
<b>After-tax profit</b>	<b>2,851</b>	<b>1,087</b>	<b>1,037</b>	<b>1,287</b>	<b>1,422</b>
% net margin	28.2%	14.1%	12.5%	14.2%	14.7%
Shares in affiliates' Earnings	(1)	(19)	(14)	(8)	(5)
Minority interests	(72)	(21)	(13)	(14)	(15)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>2,778</b>	<b>1,046</b>	<b>1,010</b>	<b>1,265</b>	<b>1,402</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,778</b>	<b>1,046</b>	<b>1,010</b>	<b>1,265</b>	<b>1,402</b>
EPS (Bt)	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1

## BALANCE SHEET

*More new capacity expansions planned in 2025-27*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	5,058	4,046	3,945	3,699	3,648
Cash & cash equivalent	2,001	1,524	1,525	1,325	1,125
Account receivables	2,767	2,158	2,050	1,988	2,115
Inventories	265	336	342	355	374
Others	26	27	29	32	34
Investments & loans	142	122	122	122	122
Net fixed assets	4,749	5,777	6,078	6,621	7,150
Other assets	330	319	328	340	349
<b>Total assets</b>	<b>10,280</b>	<b>10,264</b>	<b>10,474</b>	<b>10,783</b>	<b>11,269</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	1,802	1,485	1,619	1,639	1,712
Account payables	851	894	1,025	1,064	1,121
Bank overdraft & ST loans	400	45	46	26	24
Current LT debt	65	82	63	36	33
Others current liabilities	486	464	486	513	534
<b>Total LT debt</b>	<b>334</b>	<b>556</b>	<b>355</b>	<b>203</b>	<b>187</b>
Others LT liabilities	280	293	310	325	337
<b>Total liabilities</b>	<b>2,416</b>	<b>2,333</b>	<b>2,284</b>	<b>2,167</b>	<b>2,236</b>
Minority interest	341	406	419	433	449
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
<b>Retained earnings</b>	<b>5,277</b>	<b>5,278</b>	<b>5,525</b>	<b>5,937</b>	<b>6,339</b>
Shareholders' equity	7,523	7,525	7,771	8,183	8,585
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>10,280</b>	<b>10,264</b>	<b>10,474</b>	<b>10,783</b>	<b>11,269</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT***Robust cash inflows*

<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	3,555	1,366	1,306	1,619	1,789
Tax paid	(1,289)	(325)	(255)	(325)	(357)
Depreciation & amortization	403	464	513	520	532
Chg In working capital	(291)	581	234	88	(90)
Chg In other CA & CL / minorities	182	48	(9)	(2)	(4)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>2,560</b>	<b>2,134</b>	<b>1,790</b>	<b>1,901</b>	<b>1,870</b>
Capex	(769)	(1,468)	(800)	(1,050)	(1,050)
Right of use	(24)	(21)	(5)	(1)	(1)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(142)	19	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	56	21	(2)	3	1
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(879)</b>	<b>(1,449)</b>	<b>(807)</b>	<b>(1,048)</b>	<b>(1,050)</b>
Debt financing	355	(116)	(218)	(199)	(20)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,805)	(1,045)	(764)	(853)	(1,000)
Warrants & other surplus	(19)	0	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(2,470)</b>	<b>(1,161)</b>	<b>(982)</b>	<b>(1,052)</b>	<b>(1,020)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>1,790</b>	<b>666</b>	<b>990</b>	<b>851</b>	<b>820</b>

**VALUATION***Inexpensive valuation, 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)	9.4	25.0	25.9	20.7	18.7
Normalized PE - at target price (x)	13.5	35.8	37.0	29.6	26.7
PE (x)	9.4	25.0	25.9	20.7	18.7
PE - at target price (x)	13.5	35.8	37.0	29.6	26.7
EV/EBITDA (x)	6.8	16.2	15.7	12.0	11.0
EV/EBITDA - at target price (x)	9.9	23.4	22.7	17.3	15.9
P/BV (x)	3.5	3.5	3.4	3.2	3.0
P/BV - at target price (x)	5.0	5.0	4.8	4.6	4.4
P/CFO (x)	10.2	12.3	14.6	13.8	14.0
Price/sales (x)	2.6	3.4	3.1	2.9	2.7
Dividend yield (%)	6.7	2.9	2.9	3.6	4.0
FCF Yield (%)	6.8	2.5	3.8	3.2	3.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
DPS	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
CFO/share	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
FCF/share	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(14.0)	(23.5)	7.5	9.1	6.4
Net profit (%)	(33.9)	(62.4)	(3.4)	25.2	10.8
EPS (%)	(33.9)	(62.4)	(3.4)	25.2	10.8
Normalized profit (%)	(33.9)	(62.4)	(3.4)	25.2	10.8
Normalized EPS (%)	(33.9)	(62.4)	(3.4)	25.2	10.8
Dividend payout ratio (%)	63.3	73.6	75.0	75.0	75.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	41.5	26.0	25.0	28.6	29.4
Operating margin (%)	32.3	14.2	13.1	17.4	18.2
EBITDA margin (%)	36.3	20.2	19.3	23.1	23.7
Net margin (%)	28.2	14.1	12.5	14.2	14.7
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	200.3	45.7	32.9	138.7	217.3
Interest coverage - EBITDA (x)	225.1	65.0	48.3	184.5	283.1
ROA - using norm profit (%)	26.7	10.2	9.7	11.9	12.7
ROE - using norm profit (%)	36.8	13.9	13.2	15.9	16.7
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	37.8	14.4	13.6	16.1	17.0
- asset turnover (x)	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
- operating margin (%)	35.3	18.0	16.1	18.0	18.6
- leverage (x)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
- interest burden (%)	99.5	98.3	97.5	99.3	99.5
- tax burden (%)	80.2	79.6	79.4	79.5	79.5
WACC (%)	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
ROIC (%)	50.1	13.8	13.0	18.7	19.6
NOPAT (Bt m)	2,615	873	866	1,252	1,398
invested capital (Bt m)	6,322	6,683	6,710	7,123	7,704

Sources: Company data, Thanachart estimates

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 30.00**

(From Bt29.00)

**Change in Numbers**

**Upside : 16.5%**

**9 JANUARY 2025**

# Praram 9 Hospital Pcl. (PR9 TB)

## ขีดความสามารถในการให้บริการเพิ่มขึ้น

**PR9** ยังคงอยู่ในรอบการเติบโตของขีดความสามารถในการให้บริการจากการขยายอาคาร B ในปี 2021 การขยายตัวดังกล่าวไม่เพียงทำให้ **PR9** สามารถเพิ่มขีดความสามารถได้เท่านั้น แต่ยังเพิ่มบริการที่มีมูลค่าสูงขึ้นผ่านศูนย์เฉพาะทางอีกด้วย เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" **PR9**



**SIRIPORN ARUNOTHAI**

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

อยู่ในช่วงเพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการ แนะนำ "ซื้อ" บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล - "กลับมาเติบโตในระดับปกติ" วันที่ 9 มกราคม 2025 เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" **PR9** ที่ราคาเป้าหมายใหม่ (ปีฐาน 2025F) ที่ 30.0 บาท/หุ้น (เพิ่มจาก 29.0 บาท) 1) **PR9** ยังคงเป็นช่วงเพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการ ซึ่งหนุนรอบการเติบโตหลังจากการก่อสร้างอาคาร B เสร็จสิ้น ซึ่งทำให้ขีดความสามารถในการรองรับเพิ่มขึ้น 23% สำหรับผู้ป่วยใน และ 129% สำหรับผู้ป่วยนอก อัตราการดำเนินงานเฉลี่ยอยู่ที่ 62.5% ในปี 2024F 2) เราเห็นว่ามูลค่าแบรนด์ของ **PR9** ได้รับการยกระดับจากการขยายธุรกิจที่มีศูนย์เฉพาะทางหรือศูนย์ความเป็นเลิศมากขึ้น ซึ่งดึงดูดผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติเข้ามามากขึ้นด้วย 3) ด้วยแนวโน้มการใช้บริการที่เพิ่มขึ้นและศูนย์เฉพาะทางที่มากขึ้น **PR9** จึงมีแนวโน้มที่จะมีอัตรากำไรและความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้น และ 4) ที่การซื้อขายที่ PE ที่ 24.6 เท่า เรายังคงมองว่า **PR9** ไม่แพง

**ไม่ได้เพิ่มขึ้นแค่ขีดความสามารถในการให้บริการ** อาคาร B ของ **PR9** เปิดดำเนินการในปี 2021 อาคารนี้ไม่เพียงแต่มีไว้เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการรองรับผู้ป่วยเพิ่มเท่านั้น แต่ยังเพิ่มมูลค่าบริการอีกด้วย อาคารนี้รองรับศูนย์เฉพาะทางของโรงพยาบาลส่วนใหญ่ในส่วนของห้องผู้ป่วยนอก และห้องผู้ป่วยใน ซึ่งช่วยให้ **PR9** ดึงดูดผู้ป่วยชาวต่างชาติและชาวไทยได้มากขึ้น เราประมาณการว่ารายได้ผู้ป่วยของ **PR9** ในปี 2024F จะสูงกว่าปี 2019 ถึง 63% ใน 9M24 อัตราการใช้เตียงผู้ป่วยในเฉลี่ยของ **PR9** อยู่ที่ 59% จากเตียงที่ใช้งานอยู่ 204 เตียง **PR9** ยังสามารถเพิ่มเป็น 300 เตียง ในอาคารที่มีอยู่สองหลังได้โดยไม่ต้องลงทุนมากนักอีกด้วย

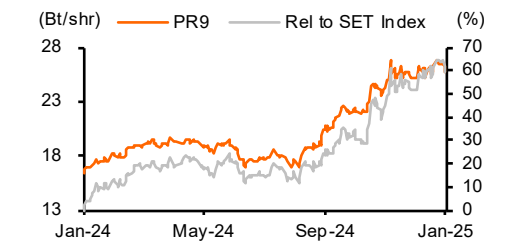
**ผู้ป่วยต่างชาติเพิ่มขึ้นมาก** **PR9** พบว่าสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติเพิ่มขึ้นจากเพียง 13.7% ในปี 2019 เป็น 16.0% ใน 9M24 ใน 3Q24 อัตราส่วนนี้เพิ่มขึ้นเป็น 17.6% ตั้งแต่กลางปีนี้ บริษัทฯ ได้เพิ่มผู้ป่วยชาวตะวันออกกลางเป็นภูมิภาคที่ 4 สำหรับผู้ป่วยต่างชาติ รองจากจีน เมียนมาร์ และกัมพูชา เราคาดว่ารายได้จากผู้ป่วยต่างชาติจะเติบโตแข็งแกร่งที่ 19/13/10% เทียบกับผู้ป่วยไทยที่คาดว่าจะเติบโต 7% ต่อปี ในปี 2025-27F ใน 9M24 รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติเติบโต 31% y-y และรายได้ชาวไทยเติบโต 9% y-y

**ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น** เราคาดว่า ROE ของ **PR9** จะเพิ่มขึ้นจาก 13.5% ในปี 2024F เป็น 14.8% ในปี 2027F ปัจจัยหลักที่ผลักดันที่สำคัญ คือ การใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นจากขีดความสามารถในการรองรับที่สูงขึ้น และอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจากการรักษาโรคร้ายแรงที่สูงขึ้นจากศูนย์เฉพาะทาง เราคาดว่า EBIT margin ของ **PR9** จะเพิ่มขึ้นจาก 17.1% ในปี 2024F เป็น 18.9% ในปี 2027F

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	4,202	4,638	5,070	5,495
Net profit	558	720	824	908
Consensus NP	—	711	822	884
Diff frm cons (%)	—	1.3	0.2	2.8
Norm profit	558	720	824	908
Prev. Norm profit	—	720	824	908
Chg frm prev (%)	—	0.0	(0.1)	0.1
Norm EPS (Bt)	0.7	0.9	1.0	1.2
Norm EPS grw (%)	(1.7)	29.0	14.5	10.3
Norm PE (x)	36.3	28.1	24.6	22.3
EV/EBITDA (x)	20.2	16.2	14.1	12.7
P/BV (x)	4.0	3.6	3.4	3.1
Div yield (%)	1.2	1.8	2.2	2.7
ROE (%)	11.4	13.5	14.2	14.5
Net D/E (%)	(37.4)	(43.4)	(45.2)	(47.0)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jan-25 (Bt)	25.75
Market Cap (US\$ m)	584.9
Listed Shares (m shares)	786.3
Free Float (%)	58.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.7
12M Price H/L (Bt)	26.75/16.00
Sector	Health Care
Major Shareholder	Damapong family 37.14%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P49

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



**Ex 1: 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	1,235	1,353	1,458	1,554	1,647	1,742	1,838	1,939	2,044	2,155	2,272	—
Free cash flow	627	729	920	1,000	1,079	1,156	1,233	1,317	1,406	1,498	1,595	28,766
PV of free cash flow	625	635	748	759	763	763	760	757	754	750	708	12,777
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	7.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	20,799											
Net debt (end 2024F)	(2,412)											
Minority interest	0											
Equity value	23,211											
# of shares (m)	786											
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>30.0</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงพยาบาลพระรามเก้า จำกัด (มหาชน) (PR9) ก่อตั้งขึ้นในปี 1992 ตั้งอยู่บนถนนพระราม 9 ซึ่งเป็นย่านธุรกิจใหม่ของกรุงเทพมหานคร ณ สิ้นปี 3Q24 PR9 มีเตียง 204 เตียง โรงพยาบาลให้บริการระดับตติยภูมิครอบคลุมถึง การส่งเสริมสุขภาพ การดูแลสุขภาพเชิงป้องกัน การวินิจฉัย การรักษาและการฟื้นฟูสมรรถภาพ บริการทางการแพทย์ครอบคลุมทั้งการดูแลโรคทั่วไป และโรคร้ายแรง

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

### S — Strength

- มีแบรนด์ “โรงพยาบาลพระราม 9” ที่แข็งแกร่งในกรุงเทพฯ
- ผู้บริหารของโรงพยาบาลมีความสัมพันธ์ที่ดีกับแพทย์และอาจารย์แพทย์จากโรงเรียนแพทย์
- PR9 ตั้งอยู่บนทำเลทอง บนถนนพระราม 9 ซึ่งเป็นย่านใจกลางธุรกิจแห่งใหม่ในกรุงเทพฯ
- PR9 เป็นที่รู้จักกันดีในการเปลี่ยนไตและหลอดเลือดหัวใจ

### O — Opportunity

- อุปทานโรงพยาบาลรัฐในประเทศไทยมีจำนวนจำกัด
- อาคารใหม่จะช่วยปลดล็อกขีดความสามารถในการให้บริการที่จำกัด
- มีผู้ป่วยเพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- การระบาดของโควิด-19

## CONSENSUS COMPARISON

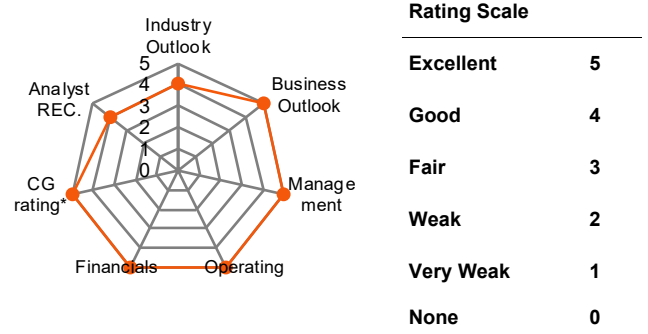
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	29.22	30.00	3%
Net profit 24F (Bt m)	711	720	1%
Net profit 25F (Bt m)	822	824	0%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 1	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG Rating

### Rating Scale

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

### W — Weakness

- เน้นผู้ป่วยเงินอุดหนุนระดับกลาง-บนเป็นหลัก

### T — Threat

- คู่แข่งใหม่เข้ามายังตลาดมากขึ้น
- ความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์และกฎหมาย
- การระบาดของโควิด-19

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

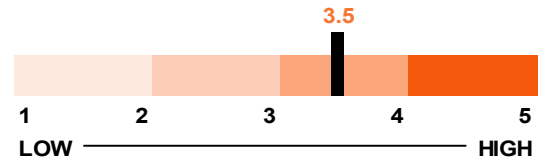
- หากจำนวนผู้ป่วยต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ อาจส่งผลให้เกิดความเสี่ยงด้านผลตอบแทนผลประโยชน์ประกอบการของเรา
- หาก PR9 สามารถเพิ่มค่าบริการต่อครั้งได้ต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะเป็นความเสี่ยงต่อการคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้น และประมาณการกำไรของเรา
- หากความสามารถของ PR9 ในการควบคุมต้นทุนต่ำกว่าที่เราคาดไว้ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากมีการแข่งขันที่มากขึ้นจากผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนเดิม และ/หรือ มีผู้ประกอบการใหม่เข้ามายังตลาด จะเป็นความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ของเรา

Source: Thanachart



PR9 เป็นโรงพยาบาลเอกชนที่เป็นโรงพยาบาลเดี่ยว โดยเห็นกลุ่มลูกค้าระดับกลางถึงบน มีจำนวนเตียง 204 เตียง ลักษณะธุรกิจ บริษัทฯไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก เราให้คะแนน ESG สำหรับ PR9 ที่ 3.5 และคาดว่าคะแนนจะดีขึ้นในอนาคต ด้วยมีนวัตกรรมทางการแพทย์ที่มากขึ้น

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)
PR9	YES	AAA	-	-	-	65.29	-	-	5.0

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

- ลักษณะธุรกิจของ PR9 ไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิใน Scope ที่ 1, 2 และ 3 มากกว่า 0.5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และตั้งเป้าลดมากกว่า 5% ภายในปี 2028 เมื่อเทียบกับปี 2022
- PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะลดการใช้พลังงานมากกว่า 0.5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และตั้งเป้าลดมากกว่า 0.5% ภายในปี 2028 เมื่อเทียบกับปี 2022
- PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะลดการใช้น้ำมากกว่า 0.5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และตั้งเป้าลดมากกว่า 0.5% ภายในปี 2028 เมื่อเทียบกับปี 2022
- PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะลดของเสียมากกว่า 0.5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และตั้งเป้าลดมากกว่า 2% ภายในปี 2028 เมื่อเทียบกับปี 2022
- PR9 ใช้ระบบเศรษฐกิจหมุนเวียน และส่งเสริมกลยุทธ์ 3Rs (ลด ใช้ซ้ำ และรีไซเคิล) เพื่อบริหารจัดการ ด้านสิ่งแวดล้อมโดยรวม - ด้านพลังงาน น้ำ และของเสีย

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- PR9 ส่งเสริมการเคารพสิทธิมนุษยชน โดยตั้งเป้าให้การละเมิดสิทธิมนุษยชนเป็นศูนย์ มีโครงการขยายระยะเวลาการทำงานหลังเกษียณอายุ และการจ้างงานคนพิการ
- PR9 มีการพัฒนาบุคลากร โดยการฝึกอบรมอย่างน้อย 20 ชั่วโมงต่อคนต่อปี โดยมุ่งเน้นที่ อัตราการเกิดอุบัติเหตุเป็นศูนย์ อัตราการเจ็บป่วยจากการทำงานเป็นศูนย์ อัตราการมีส่วนร่วมของ พนักงาน ไม่น้อยกว่า 80% และอัตราการลาออกน้อยกว่า 10%
- PR9 ตั้งเป้าที่จะสร้างความพึงพอใจของผู้ป่วย OPD และ IPD ในระดับอย่างน้อย 95%
- PR9 ใช้เทคโนโลยีที่ทันสมัยในการรักษาโรคที่มีความซับซ้อนและวิกฤต ด้วยบริการที่เน้นผู้ป่วยเป็นศูนย์กลาง โรงพยาบาลได้รับการรับรองคุณภาพ เช่น ISO 9001, ISO 9002, Hospital Accreditation (HA), Joint Commission International (JCI) เป็นต้น
- PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะเพิ่มกิจกรรมชุมชนและสังคมราว 20% ภายในปี 2025 เมื่อเทียบกับปีฐาน 2020

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- PR9 มีกรรมการบริหาร 9 คน ในคณะกรรมการบริหาร (หญิง 2 คน และชาย 7 คน) คณะกรรมการ บริหารประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งเพศ ทักษะ ประสบการณ์ และความสามารถ
- PR9 เตรียมแผนการบริหารความเสี่ยง 3 ปี พร้อมการทบทวนอย่างสม่ำเสมอ บริษัทฯ ได้ปรับกรอบการบริหารความเสี่ยงทุกปี และระบุผู้รับผิดชอบอย่างชัดเจน แผนดังกล่าวมุ่งเน้นไปที่ความยั่งยืนของธุรกิจ โอกาส ประสิทธิภาพ และการรับรอง ERM โดย PR9 ได้กำหนดเกณฑ์การประเมินความเสี่ยงให้ครอบคลุมความเสี่ยงทั้งหมดที่ไม่เกี่ยวข้องกับการรักษาพยาบาลอย่างชัดเจน
- PR9 มีเป้าหมายในการเปลี่ยนเป็นโรงพยาบาลดิจิทัล และเป็นผู้นำในการนำเทคโนโลยีสมัยใหม่มาใช้ในการวินิจฉัย การรักษา และการดูแลสุขภาพ นอกเหนือจากการเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานและตอบสนองความต้องการของผู้บริโภค

Sources: Thanachart, Company data

**INCOME STATEMENT**

*Thai and international patients to drive revenue growth in 2024-26F*

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Sales	4,107	4,202	4,638	5,070	5,495
Cost of sales	2,724	2,820	3,030	3,274	3,535
<b>Gross profit</b>	<b>1,384</b>	<b>1,382</b>	<b>1,608</b>	<b>1,796</b>	<b>1,960</b>
% gross margin	33.7%	32.9%	34.7%	35.4%	35.7%
Selling & administration expenses	735	774	815	878	941
<b>Operating profit</b>	<b>649</b>	<b>608</b>	<b>793</b>	<b>918</b>	<b>1,019</b>
% operating margin	15.8%	14.5%	17.1%	18.1%	18.6%
Depreciation & amortization	299	299	309	321	337
<b>EBITDA</b>	<b>948</b>	<b>907</b>	<b>1,103</b>	<b>1,239</b>	<b>1,357</b>
% EBITDA margin	23.1%	21.6%	23.8%	24.4%	24.7%
Non-operating income	52	81	101	109	117
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>700</b>	<b>689</b>	<b>893</b>	<b>1,026</b>	<b>1,135</b>
Income tax	132	131	173	202	227
<b>After-tax profit</b>	<b>568</b>	<b>558</b>	<b>720</b>	<b>824</b>	<b>908</b>
% net margin	13.8%	13.3%	15.5%	16.2%	16.5%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>568</b>	<b>558</b>	<b>720</b>	<b>824</b>	<b>908</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>568</b>	<b>558</b>	<b>720</b>	<b>824</b>	<b>908</b>
EPS (Bt)	0.7	0.7	0.9	1.0	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.7	0.9	1.0	1.2

**BALANCE SHEET**

*No new significant investment in 2024-26F*

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	2,023	2,251	2,864	3,215	3,580
Cash & cash equivalent	1,717	1,901	2,420	2,730	3,055
Account receivables	243	290	381	417	452
Inventories	51	48	50	54	58
Others	12	12	13	14	15
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	3,218	3,243	3,238	3,420	3,587
Other assets	316	415	417	420	423
<b>Total assets</b>	<b>5,558</b>	<b>5,910</b>	<b>6,519</b>	<b>7,055</b>	<b>7,590</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	610	632	715	766	826
Account payables	499	522	581	628	678
Bank overdraft & ST loans	0	0	8	6	7
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	110	110	126	132	141
<b>Total LT debt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Others LT liabilities	213	198	241	261	281
<b>Total liabilities</b>	<b>822</b>	<b>830</b>	<b>956</b>	<b>1,027</b>	<b>1,107</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	786	786	786	786	786
Share premium	1,934	1,934	1,934	1,934	1,934
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
<b>Retained earnings</b>	<b>2,015</b>	<b>2,359</b>	<b>2,843</b>	<b>3,307</b>	<b>3,762</b>
Shareholders' equity	4,735	5,080	5,564	6,027	6,483
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>5,558</b>	<b>5,910</b>	<b>6,519</b>	<b>7,055</b>	<b>7,590</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

	<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<i>Sustainable cash inflow</i>						
Earnings before tax		700	689	893	1,026	1,135
Tax paid		(108)	(128)	(167)	(195)	(221)
Depreciation & amortization		299	299	309	321	337
Chg In working capital		(124)	(22)	(33)	7	11
Chg In other CA & CL / minorities		94	(2)	8	(1)	1
<b>Cash flow from operations</b>		<b>862</b>	<b>836</b>	<b>1,010</b>	<b>1,158</b>	<b>1,264</b>
Capex		(149)	(324)	(300)	(500)	(500)
Right of use		(1)	(0)	0	0	0
ST loans & investments		0	0	0	0	0
LT loans & investments		0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation		0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities		(129)	(113)	37	14	13
<b>Cash flow from investments</b>		<b>(279)</b>	<b>(438)</b>	<b>(263)</b>	<b>(486)</b>	<b>(487)</b>
Debt financing		0	0	8	(2)	1
Capital increase		0	0	0	0	0
Dividends paid		(110)	(234)	(236)	(360)	(453)
Warrants & other surplus		(0)	21	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>		<b>(110)</b>	<b>(214)</b>	<b>(228)</b>	<b>(362)</b>	<b>(452)</b>
<b>Free cash flow</b>		<b>713</b>	<b>511</b>	<b>710</b>	<b>658</b>	<b>764</b>

**VALUATION**

	<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<i>Inexpensive valuation, in our view</i>						
Normalized PE (x)		35.7	36.3	28.1	24.6	22.3
Normalized PE - at target price (x)		41.6	42.3	32.8	28.6	26.0
PE (x)		35.7	36.3	28.1	24.6	22.3
PE - at target price (x)		41.6	42.3	32.8	28.6	26.0
EV/EBITDA (x)		19.5	20.2	16.2	14.1	12.7
EV/EBITDA - at target price (x)		23.1	23.9	19.2	16.8	15.1
P/BV (x)		4.3	4.0	3.6	3.4	3.1
P/BV - at target price (x)		5.0	4.6	4.2	3.9	3.6
P/CFO (x)		23.5	24.2	20.0	17.5	16.0
Price/sales (x)		4.9	4.8	4.4	4.0	3.7
Dividend yield (%)		1.1	1.2	1.8	2.2	2.7
FCF Yield (%)		3.5	2.5	3.5	3.2	3.8
<b>(Bt)</b>						
Normalized EPS		0.7	0.7	0.9	1.0	1.2
EPS		0.7	0.7	0.9	1.0	1.2
DPS		0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
BV/share		6.0	6.5	7.1	7.7	8.2
CFO/share		1.1	1.1	1.3	1.5	1.6
FCF/share		0.9	0.7	0.9	0.8	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	37.5	2.3	10.4	9.3	8.4
Net profit (%)	127.8	(1.7)	29.0	14.5	10.3
EPS (%)	(27.8)	(1.7)	29.0	14.5	10.3
Normalized profit (%)	127.8	(1.7)	29.0	14.5	10.3
Normalized EPS (%)	127.8	(1.7)	29.0	14.5	10.3
Dividend payout ratio (%)	40.2	42.3	50.0	55.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	33.7	32.9	34.7	35.4	35.7
Operating margin (%)	15.8	14.5	17.1	18.1	18.6
EBITDA margin (%)	23.1	21.6	23.8	24.4	24.7
Net margin (%)	13.8	13.3	15.5	16.2	16.5
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)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	10.6	9.7	11.6	12.1	12.4
ROE - using norm profit (%)	12.6	11.4	13.5	14.2	14.5
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	12.6	11.4	13.5	14.2	14.5
- asset turnover (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
- operating margin (%)	17.1	16.4	19.3	20.3	20.7
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
- interest burden (%)	99.9	99.9	99.9	99.9	99.9
- tax burden (%)	81.1	81.0	80.6	80.3	80.0
WACC (%)	0.0	0.0	0.0	7.2	7.2
ROIC (%)	17.3	16.3	20.1	23.4	24.7
NOPAT (Bt m)	526	493	639	737	815
invested capital (Bt m)	3,018	3,178	3,151	3,303	3,434

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (Unchanged)

TP: Bt 12.20

(From: Bt 25.00)

Change in Numbers

Downside : 11.6%

9 JANUARY 2025

# Thonburi Healthcare Group (THG TB)

## ยังมีหลายความเสี่ยง

เราปรับประมาณการกำไรของ THG ลงอย่างมาก สะท้อนการดำเนินงานที่อ่อนแอกว่าที่คาดในธุรกิจส่วนใหญ่ ได้แก่ ธุรกิจโรงพยาบาล ธุรกิจที่พักอาศัยสำหรับผู้สูงอายุ และธุรกิจบริหารโรงพยาบาลและศูนย์เฉพาะทาง เราปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 12.20 บาท และคงคำแนะนำ "ขาย"



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับลดประมาณการกำไร และราคาเป้าหมาย คงคำแนะนำ "ขาย" บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล - "กลับมาเติบโตในระดับปกติ" วันที่ 9 มกราคม 2025 เราคงคำแนะนำ "ขาย" THG เนื่องจาก 1) เราปรับลดประมาณการกำไรลง 73/49/44/43% ในปี 2024-2027F เพื่อสะท้อนถึงธุรกิจโรงพยาบาลที่อ่อนแอ ยอดขายที่ชะลอตัวของโครงการ Jin Wellbeing County (JWC) ซึ่งเป็นโครงการที่พักอาศัย และรายได้จากการบริหารโรงพยาบาลและศูนย์เฉพาะทางที่ต่ำกว่าคาด ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2025F) ลดลงจาก 25.0 บาท เหลือ 12.20 บาท 2) ข่าวล่าสุดเกี่ยวกับคดีความของผู้ก่อตั้งบริษัท และหนึ่งในผู้ถือหุ้นรายใหญ่สร้างความไม่แน่นอนให้กับบริษัท และ 3) THG มีมูลค่าที่แพง ซึ่งซื้อขายที่ PE ที่ 34.0 เท่า

### กลับมาเติบโตจากฐานที่ต่ำมาก

เราคาดว่า THG จะมีกำไรที่หดตัวลงถึง 79% ในปี 2024F เนื่องจากการดำเนินงานของธุรกิจโรงพยาบาลที่อ่อนแอ โดยเฉพาะโรงพยาบาลธนบุรี บำรุงเมือง (TBH) การขาดทุนจากโครงการ JWC ดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้น และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่ลดลง จากนั้นเราคาดว่ากำไรที่เติบโตจะกลับมาฟื้นตัวจากฐานที่ต่ำมากที่ 147/41% ในปี 2025-26F ปัจจัยหนุนหลัก คือ การเติบโตเป็นปกติของธุรกิจของโรงพยาบาลหลัก 3 แห่ง (โรงพยาบาลธนบุรี โรงพยาบาลธนบุรี ทวีวัฒนา และโรงพยาบาลธนบุรี ราษฎร์ยินดี) การขาดทุนที่ลดลงของ TBH หลังจากการปรับโครงสร้างต้นทุน ยอดขายที่เพิ่มขึ้นของ JWC รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการบริหารโรงพยาบาลและศูนย์เฉพาะทาง และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่เพิ่มขึ้นจากโรงพยาบาลในเครือ (โรงพยาบาล Aryu International โรงพยาบาลอุบลราชธานี โรงพยาบาลศิริเวชจันทบุรี และโรงพยาบาลภัทร-ธนบุรี)

### ยังคงมีความเสี่ยงหลายประการ

ขณะที่เราคาดว่ากำไรของ THG จะกลับมาเติบโตอีกครั้งในปีหน้า แต่ยังคงมีความเสี่ยงหลายประการ 1) คดีความของผู้ก่อตั้ง นพ. บุญ วนาสิน อาจส่งผลให้มีแพทย์บางส่วนลาออก 2) แม้จะไม่ได้อยู่ในสถานการณ์ตั้งเครียดทางการเงิน แต่ THG กำลังพิจารณาทางเลือกในการระดมทุนเพื่อเสริมความแข็งแกร่งให้กับสถานะของบริษัทและเตรียมพร้อมสำหรับการต่อสัญญาเช่าของ TBH บริษัท คาดว่า จะมีความชัดเจนมากขึ้นในช่วงปลาย 1Q25 3) มีความเสี่ยงที่จะมีการจัดเตรียมเงินสำรองเพิ่มเติมสำหรับ UCEPCOVID และธุรกรรมที่น่าสงสัยที่อาจเกิดขึ้น ณ 3Q24 THG มีเงิน UCEPCOVID ที่ยังไม่ได้ชำระ 320 ลบ. และกำลังตรวจสอบความผิดปกติเพิ่มเติมที่เชื่อมโยงกับคดีฉ้อโกงของ นพ. บุญ วนาสิน

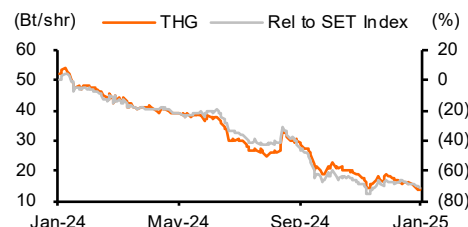
### การลงทุนใหม่ในแผน

THG ประกาศแผนการลงทุน 1.6/1.8 พันลบ. สำหรับการขยายขีดความสามารถในการรองรับของโรงพยาบาลหลัก 3 แห่ง (โรงพยาบาลธนบุรี โรงพยาบาลธนบุรีทวีวัฒนา และโรงพยาบาลราษฎร์ยินดี) TBH โรงพยาบาลธนบุรีทุ่งสง โรงพยาบาลธนบุรี ตรัง และ JWC ในปี 2024-25 โดยเราประเมินอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ THG อยู่ที่ประมาณ 0.7-0.8 เท่า ในปี 2025-27F

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	10,296	9,594	10,431	11,628
Net profit	295	(244)	344	484
Consensus NP	—	211	331	438
Diff frm cons (%)	—	na	4.1	10.7
Norm profit	657	139	344	484
Prev. Norm profit	—	523	676	859
Chg frm prev (%)	—	(73.4)	(49.1)	(43.6)
Norm EPS (Bt)	0.8	0.2	0.4	0.6
Norm EPS grw (%)	(56.1)	(78.8)	147.2	40.7
Norm PE (x)	17.8	84.0	34.0	24.1
EV/EBITDA (x)	9.5	11.6	11.0	9.9
P/BV (x)	1.2	1.3	1.2	1.2
Div yield (%)	3.3	0.0	1.6	2.5
ROE (%)	6.6	1.5	3.7	5.0
Net D/E (%)	83.2	81.2	83.7	77.7

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jan-25 (Bt)	13.80
Market Cap (US\$ m)	337.8
Listed Shares (m shares)	847.5
Free Float (%)	42.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.1
12M Price H/L (Bt)	54.00/13.80
Sector	Health Care
Major Shareholder	RAM 24.59%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

## ESG Summary Report ..... P57

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



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

	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b># of OPD patients (people/year)</b>						
- New	1,187,575	1,248,188	1,244,762	1,412,920	1,627,021	1,839,670
- Old			1,327,790	1,650,777	1,864,363	2,099,912
- Change (%)			(6.3)	(14.4)	(12.7)	(12.4)
<b># of IPD patients (beds/year)</b>						
- New	210,670	206,178	183,609	189,992	199,456	209,528
- Old			198,558	211,472	224,737	236,370
- Change (%)			(7.5)	(10.2)	(11.2)	(11.4)
<b>Revenue from hospital business (Bt m)</b>						
- New	8,919	9,195	8,428	9,168	10,215	11,345
- Old			9,239	10,782	12,151	13,504
- Change (%)			(8.8)	(15.0)	(15.9)	(16.0)
<b>Revenue from Jin Wellbeing County (Bt m)</b>						
- New	444	100	51	55	111	224
- Old			113	157	204	244
- Change (%)			(55.1)	(65.1)	(45.8)	(8.1)
<b>Hospital &amp; Excellence center management (Bt m)</b>						
- New	425	795	854	937	1,021	1,100
- Previous			961	1,075	1,144	1,209
- Change (%)			(11.2)	(12.8)	(10.8)	(9.0)
<b>Gross margin (%)</b>						
- New	30.1	27.7	23.2	22.9	23.2	23.4
- Old			24.0	23.3	23.2	23.2
- Change (ppt)			(0.8)	(0.4)	0.0	0.2
<b>SG&amp;A to sales (%)</b>						
- New	14.9	17.6	17.5	16.5	16.2	16.2
- Old			16.6	15.7	15.2	15.0
- Change (ppt)			0.9	0.8	0.9	1.2
<b>Interest expenses (Bt m)</b>						
- New	305	449	512	563	556	518
- Previous			508	509	474	421
- Change (%)			0.7	10.5	17.4	23.1
<b>Equity income (Bt m)</b>						
- New	151	214	202	267	294	320
- Old			272	324	366	401
- Change (%)			(25.7)	(17.7)	(19.6)	(20.2)
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	1,497	657	139	344	484	615
- Old			523	676	859	1,075
- Change (%)			(73.4)	(49.1)	(43.6)	(42.8)

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	1,692	1,858	1,981	1,994	2,176	2,366	2,573	2,745	2,926	3,132	3,355	1,692	—
Free cash flow	(180)	986	1,674	2,112	2,295	2,240	2,188	2,352	2,528	2,713	2,911	(180)	31,850
PV of free cash flow	(179)	805	1,236	1,409	1,383	1,199	1,056	1,022	990	957	894	(179)	9,784
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.5												
WACC (%)	10.7												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	19,728												
Net debt (end 2024F)	8,284												
Minority interest	1,114												
Equity value <sup>1/</sup>	10,330												
# of shares (m)	847.5												
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>12.20</b>												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: <sup>1/</sup> Including the Bt2.7bn value of its investments

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ทรนบุรี เฮลท์แคร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 13 สิงหาคม 1976 โดยครอบครัววานาสินซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท THG ดำเนินการบริหารธุรกิจ 3 กลุ่ม ได้แก่ 1) ธุรกิจให้บริการทางการแพทย์ (ได้แก่ โรงพยาบาลเอกชน, ดำเนินการบริหารโรงพยาบาลของรัฐ และให้บริการศูนย์ฟื้นฟูผู้ป่วย), 2) ธุรกิจ Healthcare Solution Provider (ให้บริการดูแล รักษาทางการแพทย์ถึงบ้านแบบองค์รวม แก่ผู้ป่วยที่ไม่สามารถช่วยเหลือตนเองได้ ผู้สูงอายุ ผู้ป่วยโรคเรื้อรัง และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ เครื่องมือ และอุปกรณ์ทันตกรรม), และ 3) ธุรกิจอื่นๆ เช่น บริษัท โมดูลล่าซอฟต์แวร์อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- “ทรนบุรี” เป็นแบรนด์ที่มีชื่อเสียงอย่างมากในไทยมานานกว่า 48 ปี
- เจ้าของและผู้บริหารของบริษัทฯ มีความสัมพันธ์กับแพทย์และอาจารย์มหาวิทยาลัยมหิดล และโรงพยาบาลศิริราช
- ให้บริการด้านสุขภาพแบบครบวงจร

## O — Opportunity

- ไทย จีน และ CLMV มีสถานพยาบาลไม่มาก และความต้องการด้านการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้นทั้งในไทย จีน และ CLMV
- โครงสร้างพื้นฐานด้านการดูแลสุขภาพที่ไม่ดีใน CLMV ขณะที่ความต้องการด้านการดูแลสุขภาพเพิ่มขึ้นไปพร้อมกับเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และการเปลี่ยนแปลงของด้านประชากรศาสตร์
- จำนวนผู้ป่วยจากประเทศเพื่อนบ้านที่เพิ่มขึ้น
- การระบาดของโควิด-19

## CONSENSUS COMPARISON

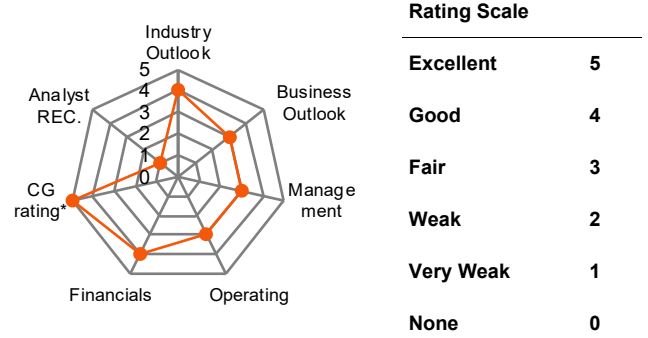
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	23.00	12.20	-47%
Net profit 24F (Bt m)	211	(244)	na
Net profit 25F (Bt m)	331	344	4%
Consensus REC	BUY: 0	HOLD: 1	SELL: 3

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราใช้อัตราส่วนลดที่สูงกว่าของตลาด ในประมาณการ DCF ของเรา เพื่อสะท้อนถึงคะแนนที่ต่ำในประเด็นการกำกับดูแลกิจการ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG Rating

## W — Weakness

- มีฐานผู้ป่วยที่ไม่หลากหลาย เนื่องจาก THG ยังคงมุ่งเน้นไปที่ผู้ป่วยเงินสดในตลาดระดับกลางถึงระดับสูง

## T — Threat

- การแข่งขันจากโรงพยาบาลเอกชนรายอื่น คลินิกพิเศษของโรงพยาบาลรัฐ และโรงพยาบาลศิริราช ปิยมหาราชการุณย์
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ
- การแพร่ระบาดของโควิด-19

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

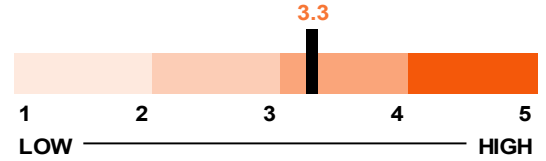
- หากจำนวนผู้ป่วยเงินสดในโรงพยาบาลของ THG ในประเทศไทยหรือรายได้จากธุรกิจโรงพยาบาลที่มีอยู่ปัจจุบัน และโรงพยาบาลใหม่ หรือศูนย์เฉพาะทางสูงกว่าที่เราคาดไว้ จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากส่วนแบ่งกำไรจากโรงพยาบาลในเครือในไทยและพม่าสูงกว่าที่เราคาดไว้ จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ถ้าจำนวนการขายห้องของโครงการ senior home care สูงกว่าที่เราคาดไว้ จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart



THG เป็นหนึ่งในเครือข่ายโรงพยาบาลชั้นนำ 5 อันดับแรกของประเทศไทย ด้วยมีจำนวนเตียงทั้งหมด 1,158 เตียง ในปี 2023 มีโรงพยาบาลที่เปิดดำเนินการอยู่ 7 แห่ง และโครงการที่อยู่อาศัยสำหรับบริการด้านสุขภาพเพื่อขยายและเช่า 2 โครงการ บริษัทฯ จะไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกในธรรมชาติมากนัก เราให้คะแนน ESG แก่ THG ที่ 3.3 และเราคาดว่าคะแนนจะดีขึ้นในอนาคต ด้วยการมีนวัตกรรมทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้น

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)
THG	-	-	-	BBB	-	-	17.00	-	5.0

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
- การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- THG เป็นหนึ่งในเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดห้าอันดับแรกในประเทศไทยในแง่ของขนาด แปรนัยของบริษัทฯ เป็นที่รู้จักและมีชื่อเสียงอย่างมากในกลุ่มระดับกลางของอุตสาหกรรม THG ไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนักในธรรมชาติ และให้ความสำคัญกับประเด็น ESG อย่างเหมาะสม
- THG ตั้งเป้าหมายที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากกว่า 20% ภายในปี 2029
- THG ตั้งเป้าหมายที่จะลดการใช้พลังงานที่ไม่ใช่พลังงานทดแทนตั้งแต่ปีที่ใช้มากกว่า 15% ภายในปี 2029
- THG ยังตั้งเป้าหมายที่จะลดปริมาณของเสียที่ไม่อันตรายจากทุกแผนกมากกว่า 50% ภายในปี 2029

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- THG มีนโยบายส่งเสริมการเคารพสิทธิมนุษยชนและความเสมอภาคโดยไม่เลือกปฏิบัติและแบ่งแยกสัญชาติ เชื้อชาติ เพศ ศาสนา ความเชื่อทางการเมือง หรือความเชื่ออื่นๆ ภูมิหลัง ทักษะ สันหลัง ก่าเน็ดหรือสถานะ
- THG มีแนวทางปฏิบัติต่อพนักงาน ผู้บริหารต้องปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเป็นธรรมและปราศจากอคติ พนักงานได้รับการส่งเสริมและสนับสนุนในด้านการพัฒนาศักยภาพและเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงาน THG ตั้งเป้าความพึงพอใจของพนักงานมากกว่า 80% ในปี 2029
- THG ปฏิบัติตามมาตรฐานคุณภาพและมาตรฐานการบริการต่างๆ เช่น Hospital Accreditation (HA) THG ตั้งเป้าความพึงพอใจของลูกค้ามากกว่า 90% ในปี 2029
- กิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของ THG ประกอบด้วย การดูแลสิ่งแวดล้อมในชุมชนโดยรอบ การให้ความรู้ด้านสุขภาพ และการจัดกิจกรรมเพื่อให้ประชาชนตระหนักถึงการดูแลสุขภาพ

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- THG มีกรรมการ 13 คน (BOD) กรรมการ 5 คน เป็นผู้หญิง คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งด้านทักษะ ประสบการณ์ และความสามารถ
- THG ปฏิบัติตามพระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล (PDPA) บริษัทฯ ได้เชิญที่ปรึกษาเพื่อให้ความรู้จัดทำแนวทางและจัดทำแผนปฏิบัติการที่เกี่ยวข้องกับพระราชบัญญัติ
- THG มีการตรวจสอบให้แน่ใจว่าธุรกิจของตนดำเนินการตามหลักจรรยาบรรณและการกำกับดูแลกิจการที่ดี
- THG แสวงหาและพัฒนา นวัตกรรมบริการทางการแพทย์และเทคโนโลยีที่ทันสมัย เพื่อเพิ่มบริการที่รวดเร็วแม่นยำ เพื่อตอบสนองความต้องการและความจำเป็นของลูกค้า

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

*Hospital business is key to driving the top line in 2025-26F*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	11,582	10,296	9,594	10,431	11,628
Cost of sales	8,096	7,439	7,367	8,043	8,931
<b>Gross profit</b>	<b>3,486</b>	<b>2,857</b>	<b>2,227</b>	<b>2,388</b>	<b>2,696</b>
% gross margin	30.1%	27.7%	23.2%	22.9%	23.2%
Selling & administration expenses	1,720	1,811	1,678	1,721	1,879
<b>Operating profit</b>	<b>1,766</b>	<b>1,046</b>	<b>549</b>	<b>666</b>	<b>817</b>
% operating margin	15.2%	10.2%	5.7%	6.4%	7.0%
Depreciation & amortization	1,006	1,138	1,173	1,214	1,235
<b>EBITDA</b>	<b>2,771</b>	<b>2,184</b>	<b>1,722</b>	<b>1,881</b>	<b>2,052</b>
% EBITDA margin	23.9%	21.2%	17.9%	18.0%	17.6%
Non-operating income	339	144	120	115	116
Non-operating expenses	(25)	(10)	(25)	(15)	(10)
Interest expense	(305)	(449)	(512)	(563)	(556)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,775</b>	<b>731</b>	<b>132</b>	<b>203</b>	<b>367</b>
Income tax	354	191	147	51	92
<b>After-tax profit</b>	<b>1,421</b>	<b>540</b>	<b>(16)</b>	<b>152</b>	<b>276</b>
% net margin	12.3%	5.2%	-0.2%	1.5%	2.4%
Shares in affiliates' Earnings	151	214	202	267	294
Minority interests	(75)	(97)	(47)	(75)	(85)
Extraordinary items	105	(361)	(383)	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>1,602</b>	<b>295</b>	<b>(244)</b>	<b>344</b>	<b>484</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,497</b>	<b>657</b>	<b>139</b>	<b>344</b>	<b>484</b>
EPS (Bt)	1.9	0.3	(0.3)	0.4	0.6
Normalized EPS (Bt)	1.8	0.8	0.2	0.4	0.6

## BALANCE SHEET

*More new capacity expansions planned in 2025-26*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	6,989	4,873	4,640	4,197	4,140
Cash & cash equivalent	2,586	940	900	500	500
Account receivables	2,211	1,855	1,708	1,715	1,752
Inventories	1,924	1,867	1,817	1,763	1,664
Others	268	211	215	219	223
Investments & loans	1,729	1,903	1,526	1,826	2,126
Net fixed assets	12,542	12,789	13,503	14,380	14,394
Other assets	3,797	3,984	3,962	3,936	3,907
<b>Total assets</b>	<b>25,057</b>	<b>23,550</b>	<b>23,631</b>	<b>24,340</b>	<b>24,567</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	7,916	9,699	8,639	8,843	8,779
Account payables	1,498	1,630	1,514	1,543	1,713
Bank overdraft & ST loans	4,532	4,664	4,592	4,715	4,543
Current LT debt	1,581	3,155	2,296	2,358	2,271
Others current liabilities	306	250	237	227	252
<b>Total LT debt</b>	<b>4,967</b>	<b>2,091</b>	<b>2,296</b>	<b>2,358</b>	<b>2,271</b>
Others LT liabilities	1,015	983	2,498	2,475	2,473
<b>Total liabilities</b>	<b>13,898</b>	<b>12,773</b>	<b>13,433</b>	<b>13,675</b>	<b>13,523</b>
Minority interest	981	1,067	1,114	1,114	1,199
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	847	847	847	847	847
Share premium	6,896	6,896	6,896	6,896	6,896
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(587)	(587)	(587)	(587)	(587)
<b>Retained earnings</b>	<b>3,022</b>	<b>2,553</b>	<b>1,928</b>	<b>2,394</b>	<b>2,689</b>
Shareholders' equity	10,178	9,709	9,084	9,550	9,845
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>25,057</b>	<b>23,550</b>	<b>23,631</b>	<b>24,340</b>	<b>24,567</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

*THG's cash inflow is mainly from its hospital business*

<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	1,775	731	132	203	367
Tax paid	(379)	(307)	(108)	(65)	(67)
Depreciation & amortization	1,006	1,138	1,173	1,214	1,235
Chg In working capital	(10)	545	82	76	232
Chg In other CA & CL / minorities	429	320	145	192	290
<b>Cash flow from operations</b>	<b>2,821</b>	<b>2,427</b>	<b>1,423</b>	<b>1,620</b>	<b>2,056</b>
Capex	(1,670)	(1,148)	(1,649)	(1,848)	(1,000)
Right of use	(41)	(90)	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(279)	(175)	377	(300)	(300)
Adj for asset revaluation	68	(0)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(170)	(726)	1,024	(141)	(121)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(2,092)</b>	<b>(2,139)</b>	<b>(348)</b>	<b>(2,389)</b>	<b>(1,521)</b>
Debt financing	1,013	(1,169)	(734)	247	(345)
Capital increase	27	0	0	0	0
Dividends paid	(758)	(760)	(381)	122	(189)
Warrants & other surplus	92	(5)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>374</b>	<b>(1,934)</b>	<b>(1,115)</b>	<b>369</b>	<b>(535)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>1,151</b>	<b>1,279</b>	<b>(226)</b>	<b>(228)</b>	<b>1,056</b>

**VALUATION**

*Expensive valuation, 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)	7.8	17.8	84.0	34.0	24.1
Normalized PE - at target price (x)	6.9	15.7	74.2	30.0	21.3
PE (x)	7.3	39.6	na	34.0	24.1
PE - at target price (x)	6.5	35.0	na	30.0	21.3
EV/EBITDA (x)	7.3	9.5	11.6	11.0	9.9
EV/EBITDA - at target price (x)	6.8	8.8	10.8	10.2	9.2
P/BV (x)	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2
P/BV - at target price (x)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
P/CFO (x)	4.1	4.8	8.2	7.2	5.7
Price/sales (x)	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0
Dividend yield (%)	6.5	3.3	0.0	1.6	2.5
FCF Yield (%)	9.8	10.9	(1.9)	(1.9)	9.0
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.8	0.8	0.2	0.4	0.6
EPS	1.9	0.3	(0.3)	0.4	0.6
DPS	0.9	0.5	0.0	0.2	0.3
BV/share	12.0	11.5	10.7	11.3	11.6
CFO/share	3.3	2.9	1.7	1.9	2.4
FCF/share	1.4	1.5	(0.3)	(0.3)	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	6.8	(11.1)	(6.8)	8.7	11.5
Net profit (%)	19.8	(81.6)	na	na	40.7
EPS (%)	19.8	(81.6)	na	na	40.7
Normalized profit (%)	9.3	(56.1)	(78.8)	147.2	40.7
Normalized EPS (%)	9.3	(56.1)	(78.8)	147.2	40.7
Dividend payout ratio (%)	47.6	129.1	50.0	55.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	30.1	27.7	23.2	22.9	23.2
Operating margin (%)	15.2	10.2	5.7	6.4	7.0
EBITDA margin (%)	23.9	21.2	17.9	18.0	17.6
Net margin (%)	12.3	5.2	(0.2)	1.5	2.4
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	5.8	2.3	1.1	1.2	1.5
Interest coverage - EBITDA (x)	9.1	4.9	3.4	3.3	3.7
ROA - using norm profit (%)	6.1	2.7	0.6	1.4	2.0
ROE - using norm profit (%)	15.5	6.6	1.5	3.7	5.0
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	14.7	5.4	na	1.6	2.8
- asset turnover (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
- operating margin (%)	18.0	11.5	6.7	7.3	7.9
- leverage (x)	2.5	2.4	2.5	2.6	2.5
- interest burden (%)	85.3	61.9	20.4	26.5	39.8
- tax burden (%)	80.0	73.9	na	75.0	75.0
WACC (%)	0.0	0.0	0.0	10.7	10.7
ROIC (%)	8.0	4.1	(0.4)	2.9	3.3
NOPAT (Bt m)	1,413	773	(66)	500	613
invested capital (Bt m)	18,672	18,679	17,368	18,481	18,430

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Has the highest financial risk in the healthcare sector, in our view*

## 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

**General Disclaimers And Disclosures:**

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.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TCAP or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TCAP nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TCAP and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TCAP and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TCAP, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TCAP or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

**Note:** Thanachart Securities Public Company Limited act as a Market Maker and Derivative Warrants Issuer. At present, TNS has issued Derivative Warrants underlying securities before making investment decisions.

**Note:** Thanachart Capital Pcl (TCAP) holds an 89.96% of Thanachart Securities (TNS). TCAP holds a 100% of Thanachart SPV1 Co. Ltd. TCAP and Thanachart SPV1 combinedly hold a 60% stake in THANI.

**Note:** Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB), are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds 24.35% of the shareholding in TMBThanachart Bank Pcl.

Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), Ratchthani Leasing Public Company Limited (THANI), MBK PUBLIC COMPANY LIMITED (MBK) and PATUM RICE MILL AND GRANARY PUBLIC COMPANY LIMITED (PRG ) are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) . Since TNS covers those securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest.

**Note:** Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) acts as an underwriter of “Debentures of MUANGTHAI CAPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED No. 8/2024 (B.E. 2567) tranche 1-3 which its maturity at 2026-28 (B.E. 2569-71)”, therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

**Note:** Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) acts as an underwriter of “Subordinated perpetual debentures of PTT GLOBAL CHEMICAL PUBLIC CO. LTD. No. 1/2024” payable upon dissolution with the issuer’s right to early redemption and unconditional interest deferral.

**Disclosure of Interest of Thanachart Securities****Investment Banking Relationship**

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies:

**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.

**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

**Pimpaka Nichgaroon, CFA**

Head of Research, Strategy  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

**Nuttapop Prasitsuksant**

Telecom, Utilities  
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

**Rata Limsuthiwanoom**

Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund  
rata.lim@thanachartsec.co.th

**Siriporn Arunothai**

Small Cap, Healthcare, Hotel  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

**Sittichet Rungrassameephat**

Analyst, Retail Market Strategy  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

**Adisak Phupiphathirungul, CFA**

Retail Market Strategy  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

**Pattadol Bunnak**

Electronics, Food & Beverage, Shipping  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

**Saksid Phadthananarak**

Construction, Transportation  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

**Yupapan Polpornprasert**

Energy, Petrochemical  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

**Thaloengsak Kucharoenpaisan**

Analyst, Retail Market Strategy  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

**Pattarawan Wangmingmat**

Senior Technical Analyst  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

**Phannarai Tiyapittayarut**

Property, Retail  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

**Sarachada Sornsong**

Bank, Finance  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

**Witchanan Tambamroong**

Technical Analyst  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

**Nariporn Klangpremchitt, CISA**

Analyst, Retail Market Strategy  
nariporn.kla@thanachartsec.co.th