

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 2.10

(From: Bt 2.50)

Upside : 34.6%

3 JUNE 2025

Small Cap Research

Chularat Hospital Pcl (CHG TB)

ผลกระทบจากการผ่าตัดลดขนาดกระเพาะ

การผ่าตัดลดขนาดกระเพาะ ปัจจุบันอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์การอนุมัติที่เข้มงวดมากขึ้นของสำนักงานประกันสังคม ดังนั้น เราจึงปรับกำไรของ CHG ลง 5/6/9% ในปี 2025-27F อย่างไรก็ตาม หลังราคาหุ้นปรับลงแล้ว 36% YTD มาซื้อขายที่ 17.2 เท่า PE เราจึงยังคงแนะนำ "ซื้อ" CHG



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

1Q25 อ่อนแอ ปรับลดกำไรลง

CHG รายงานกำไรสุทธิใน 1Q25 ที่ 225 ลบ. ลดลง 15% y-y ปัจจัยกดดันหลักคือรายได้จากการผ่าตัดลดขนาดกระเพาะ (Gastric sleeve) ที่ลดลง หลังจากกฎเกณฑ์การเบิกจ่ายภายใต้โครงการประกันสังคมที่เข้มงวดมากขึ้น เราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2025-27F ลง 5/6/9% เพื่อสะท้อนปัจจัยนี้ นอกจากนี้ เรายังมีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อโครงการโรงพยาบาลใหม่ที่ระยอง ซึ่งมีกำหนดเปิดให้บริการต้นปี 2027 ส่งผลให้เราปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025) ลงเหลือ 2.10 บาท จาก 2.50 บาท อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจากราคาหุ้นได้ปรับลงมากเพียงพอแล้วในมุมมองของเรา โดยปัจจุบันซื้อขายที่ 17.2 เท่า PE สำหรับหนึ่งในเครือโรงพยาบาลหลักของไทยที่มีจำนวนเตียงรวม 938 เตียง อีกทั้ง CHG ยังมีแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่ 4/9/3% ในปี 2025-27F

กฎการเบิกจ่ายของประกันสังคมเข้มงวดขึ้น

กฎการเบิกจ่ายของโครงการประกันสังคมมีความเข้มงวดมากขึ้น โดยเฉพาะการผ่าตัดลดขนาดกระเพาะ (gastric sleeve) ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้กำไรลดลงใน 1Q25 ในปี 2024 CHG มีรายได้ราว 400 ลบ. (คิดเป็น 5% ของรายได้รวม) จากการทำหัตถการนี้ โดยในจำนวนนี้ 70% มาจากผู้ป่วยประกันสังคม และ 30% มาจากผู้ป่วยเงินสด จำนวนการให้บริการผ่าตัดลดขนาดกระเพาะลดลงเหลือราว 50 เคส/เดือน ใน 1Q25 เทียบกับราว 150 เคส/เดือน ในปี 2024 อย่างไรก็ตาม CHG คาดว่าจำนวนเคสจะฟื้นตัวใน 2H25F หลังผู้ป่วยผ่านการพยายามลดน้ำหนักตามข้อกำหนดของประกันสังคมเป็นระยะเวลา 6 เดือนก่อนเข้ารับการผ่าตัด เนื่องจากผลกระทบด้านลบนี้คาดว่าจะยังคงอยู่ต่อเนื่องจนถึง 2Q25 เราจึงคาดว่าอัตราการเติบโตของรายได้ของ CHG จะชะลอลงเหลือเพียง 3% ในปีนี้ ก่อนจะดีขึ้นเป็น 6% และ 9% ในปี 206-27F ตามลำดับ

ยังคงเติบโตได้แม้เศรษฐกิจชะงัก

เราคาดว่า CHG ยังสามารถเติบโตได้แม้เศรษฐกิจจะอ่อนแอ โดยคาดว่า EPS จะเติบโตที่ 4/9/3% ในปี 2025-27F ธุรกิจของ CHG มีลักษณะ defensive เนื่องจากความต้องการด้านการรักษาพยาบาลมีความยืดหยุ่นสูง และ CHG เน้นให้บริการกลุ่มรายได้ปานกลางถึงต่ำ นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีชื่อเสียงในฐานะเครือโรงพยาบาลที่แข็งแกร่ง และมีขนาดใหญ โดยมีจำนวนเตียงรวม 938 เตียง ณ สิ้น 1Q25 แม้มีความเสี่ยงจากมาตรการภาษีตอบโต้ของสหรัฐฯ แต่เราคาดว่าพื้นที่ EEC จะยังคงเป็นจุดยุทธศาสตร์ทั้งในด้านนิคมอุตสาหกรรม และแหล่งท่องเที่ยว เช่น พัทยา โดยเครือโรงพยาบาลของ CHG ตั้งอยู่ตามแนวพื้นที่ตั้งแต่กรุงเทพฯ ฝั่งตะวันออกไปจนถึงพื้นที่ EEC

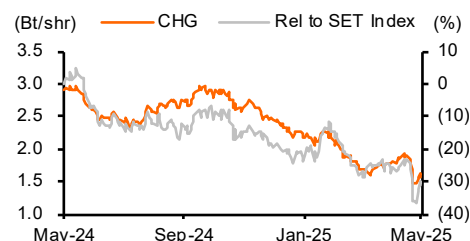
ฐานะการเงินแข็งแกร่ง พร้อมให้อัตรากำไรตอบแทนปันผลที่ดี

CHG เป็นบริษัทที่มีฐานะการเงินมั่นคง CHG ยังคงมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ โดยมี EBITDA ที่มั่นคงอยู่ที่ราว 1.9 พันลบ. ต่อปี ซึ่งเพียงพอสำหรับรองรับแผนการลงทุน (capex) ประมาณ 1 พันลบ. ต่อปีในปี 2025-27F เราคาดว่าบริษัทฯ จะคงอัตราการจ่ายเงินปันผลไว้ที่ 80% ซึ่งจะคิดเป็นอัตรากำไรตอบแทนปันผล (dividend yield) ที่ประมาณ 4.7% และ 5.1% ในปี 2025-26F ตามลำดับ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	8,237	8,480	8,959	9,801
Net profit	965	1,000	1,089	1,125
Consensus NP	—	1,122	1,232	1,297
Diff frm cons (%)	—	(10.9)	(11.6)	(13.3)
Norm profit	965	1,000	1,089	1,125
Prev. Norm profit	—	1,057	1,164	1,229
Chg frm prev (%)	—	(5.4)	(6.4)	(8.5)
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	(7.7)	3.6	8.9	3.3
Norm PE (x)	17.8	17.2	15.8	15.3
EV/EBITDA (x)	10.2	8.9	8.5	8.2
P/BV (x)	2.2	2.2	2.1	2.0
Div yield (%)	4.5	4.7	5.1	5.2
ROE (%)	12.7	12.8	13.5	13.5
Net D/E (%)	(14.4)	(11.1)	(7.6)	(7.0)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-May-25 (Bt)	1.56
Market Cap (US\$ m)	522.7
Listed Shares (m shares)	11,000.0
Free Float (%)	42.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.5
12M Price H/L (Bt)	2.98/1.47
Sector	Health Care
Major Shareholder	Plussind Family 24.97%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Change In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
# of IPD patients (people/year)					
- New	91,461	94,572	96,199	98,148	108,400
- Old			96,567	98,521	108,807
- Change (%)			(0.4)	(0.4)	(0.4)
Average IPD billing size (Bt/patient)					
- New	26,359	27,559	27,091	27,903	28,740
- Old			28,661	29,808	31,000
- Change (%)			(5.5)	(6.4)	(7.3)
Revenue from cash patients (Bt m)					
- New	5,025	5,402	5,461	5,765	6,435
- Old			5,694	6,036	6,771
- Change (%)			(4.1)	(4.5)	(5.0)
Revenue from SSS patients (Bt m)					
- New	2,461	2,491	2,649	2,806	2,958
- Old			2,729	2,885	3,036
- Change (%)			(2.9)	(2.7)	(2.6)
Normalized profit (Bt m)					
- New	1,046	965	1,000	1,089	1,125
- Old			1,057	1,164	1,229
- Change (%)			(5.4)	(6.4)	(8.5)

Sources: Company data, Thanachart estimates

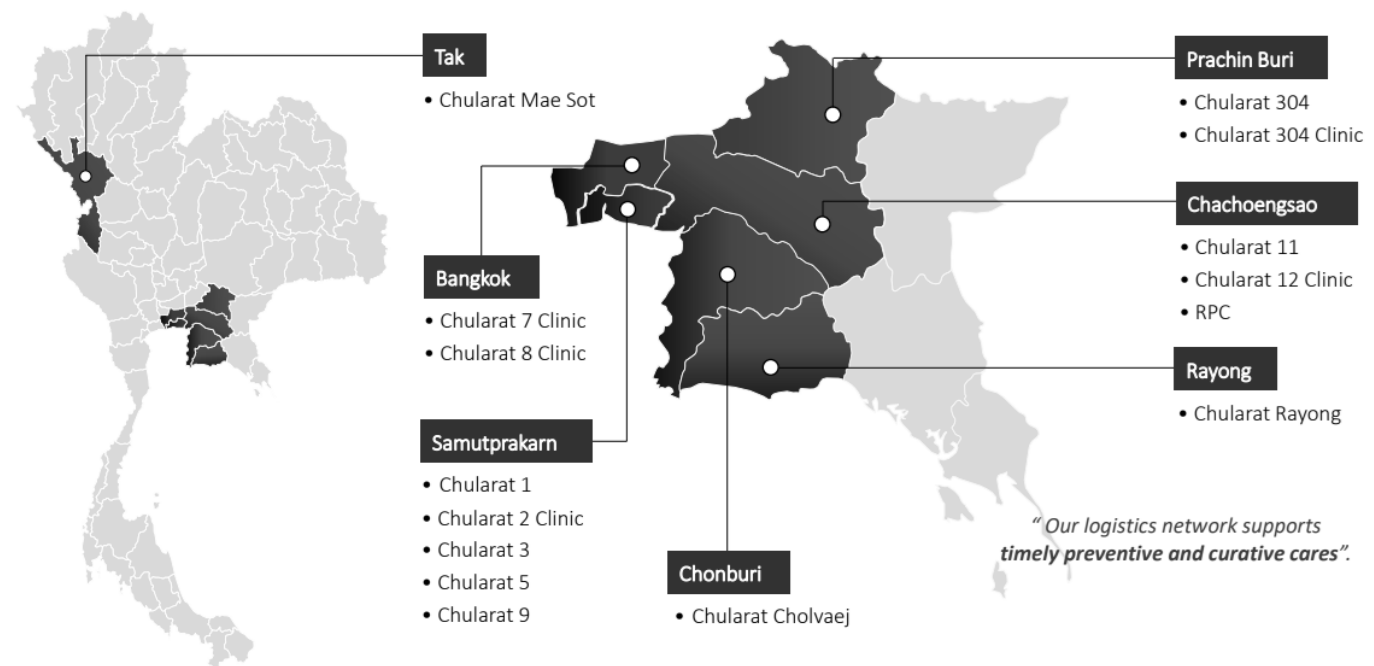
Ex 2: Criteria For Gastric Sleeve Surgery Under The Social Security Scheme In 2025

- 1) The patient must be 18–65 years old and meet one of the following weight criteria:
 - BMI (Body Mass Index) ≥ 37.5 kg/m²: Individuals with severe obesity without accompanying health conditions.
 - BMI ≥ 32.5 kg/m²: Individuals with obesity-related health conditions such as Type 2 diabetes, Hypertension, Obstructive Sleep Apnea (OSA), Non-alcoholic fatty liver disease (NAFLD), Polycystic ovary syndrome (PCOS), Osteoarthritis, Cardiovascular diseases, Chronic venous insufficiency, Stroke, Heart failure and Obesity-related hormonal disorders.
- 2) In both cases, the patient must have made a full attempt at weight control under the care of a specialized medical team, including an endocrinologist and a dietitian, for no less than six months, but failed to achieve the weight-loss goals.
- 3) The patient should have lost 5–10% of their body weight within three months prior to surgery.
- 4) The patient must have attended at least 30% of scheduled appointments during the six-month treatment period at a comprehensive obesity treatment center.
- 5) The patient must be educated about the surgical procedure, post-operative self-care, and possible complications.

If the patient meets all of the above criteria, the hospital will submit the patient's name to the SSO for pre-authorization before providing the service.

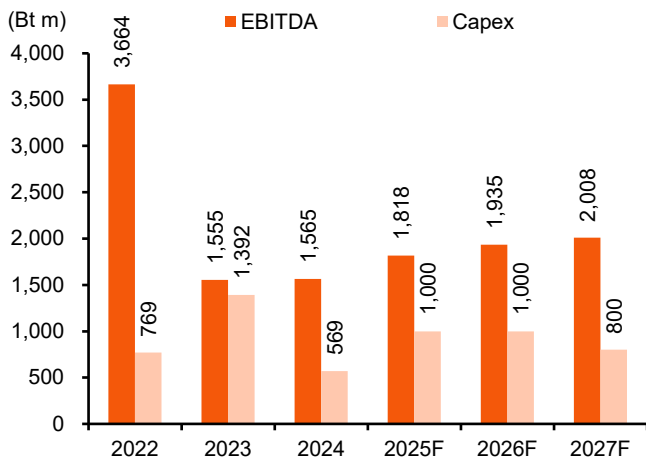
Source: Social Security Office

Ex 3: CHG Is One Of The Two Biggest Hospital Chains In The East Of Thailand



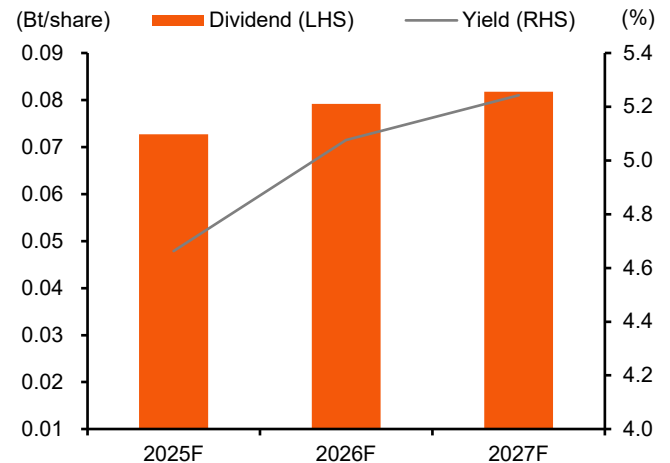
Source: Company data

Ex 4: EBITDA And Capex



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Dividend And Yield



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 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	2036F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	1,804	1,923	1,998	2,211	2,403	2,570	2,727	2,896	3,069	3,253	3,441	3,653	—
Free cash flow	579	585	826	1,190	1,553	1,688	1,814	1,942	2,073	2,218	2,360	1,922	31,198
PV of free cash flow	577	499	650	866	1,043	1,047	1,039	1,027	1,012	1,000	983	739	12,000
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.6												
WACC (%)	8.3												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	22,484												
Net debt (end-2024)	(1,169)												
Minority interest	410												
Equity value	23,242												
# of shares (m)	11,000												
Equity value / share (Bt)	2.10												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	na	23.9	30.3	24.5	1.8	1.7	9.5	8.9	2.1	2.6
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	10.1	9.9	9.1	8.3	0.8	0.7	na	na	4.7	5.2
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	7.5	13.8	7.6	6.7	1.1	1.0	6.9	6.1	5.8	6.8
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	59.4	33.1	69.2	52.0	12.3	10.1	34.2	27.8	0.2	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	6.7	25.2	64.5	51.5	6.4	5.5	34.9	27.9	0.2	0.2
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	9.7	11.2	30.6	27.5	4.4	4.1	14.6	13.7	1.7	1.9
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	(26.4)	13.5	31.1	27.4	1.9	1.8	13.4	12.1	1.4	1.6
Ryman	RYM NZ	New Zealand	na	na	10.1	36.8	0.3	0.4	13.6	25.7	0.0	0.0
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	7.5	13.9	27.5	24.1	1.7	1.7	11.9	11.1	2.3	2.4
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	16.8	9.9	24.0	21.8	2.6	2.5	11.6	10.8	3.1	3.4
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	5.2	6.0	20.3	19.2	3.3	3.1	15.6	14.6	3.7	3.9
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	(4.2)	2.5	14.9	14.5	3.6	3.2	10.6	9.8	3.7	3.8
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	3.6	8.9	17.2	15.8	2.2	2.1	8.9	8.5	4.7	5.1
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	16.0	10.5	22.9	20.8	3.2	2.9	13.7	12.1	2.2	2.7
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	na	22.3	34.2	28.0	1.1	1.0	10.5	9.7	1.4	2.0
Average			9.3	14.6	27.6	25.3	3.1	2.8	15.0	14.2	2.5	2.8

Source: Bloomberg, Thanachart estimates
Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS
Based on 30 May 2025 closing prices

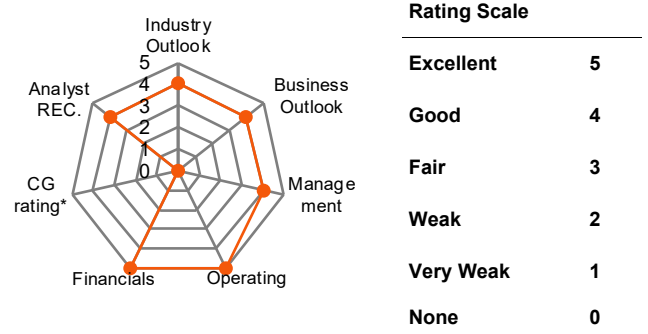
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 และศัลยกรรมโดยใช้กล้อง จุลทรรศน์, ผู้ป่วยทารกแรกเกิดระยะวิกฤต (NICU), ศูนย์หัวใจ และศูนย์โรค หลอดเลือดสมอง

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแล รักษาสุขภาพในอนาคต
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- ผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การระบาดจากโควิด19

W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด โดยยังคงเน้นตลาดระดับล่างถึงกลาง และตลาดระบบประกันสุขภาพของภาครัฐ

T — Threat

- เครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้า มายังตลาดระดับกลาง
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- การระบาดจากโควิด19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	2.54	2.10	-17%
Net profit 25F (Bt m)	1,122	1,000	-11%
Net profit 26F (Bt m)	1,232	1,089	-12%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการดำเนินงานของ CHG

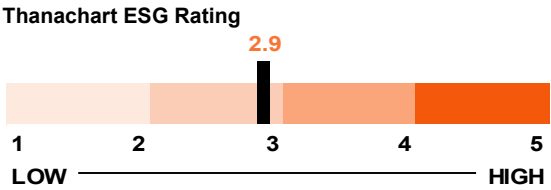
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

CHG เป็นเครือโรงพยาบาลที่ใหญ่เป็นอันดับหกในประเทศไทย การดำเนินงานของบริษัท มีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในปริมาณที่น้อย คะแนน ESG ของเราสำหรับ CHG คือ 2.9 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของภาคอุตสาหกรรมที่ 3.3 เนื่องจากการมุ่งเน้นที่น้อยกว่าคู่แข่งในด้านการดำเนินการ ESG รวมถึงปัญหาการกำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหุ้นโดยใช้ข้อมูลภายในของ CEO คนก่อน



	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	-	-	-	BBB	-	57.81	36.00	-	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) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของ CHG คือ 2.9 ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 2.9CHG ตั้งเป้าหมายในการลดขยะที่เกิดจากการดำเนินงาน และมีขยะไม่เกิน 10.5 กิโลกรัมต่อเตียงผู้ป่วยใน, ลดการใช้น้ำ และควบคุมการใช้น้ำไม่ให้เกิน 1 ลูกบาศก์เมตรต่อเตียงผู้ป่วยใน, และลดการใช้ไฟฟ้าให้ไม่เกิน 100kWH ต่อเตียงผู้ป่วยในCHG ตั้งเป้าให้เป็น "โรงพยาบาลสีเขียว" และมีนโยบายที่จะลดขยะเป็นศูนย์ และนำของเสียกลับมาใช้ใหม่ บริษัท ได้จัดกิจกรรม "รณรงค์ปลูกต้นไม้" เพื่อปลูกต้นไม้ในพื้นที่ว่างบริเวณโรงพยาบาล มีนโยบายลดการใช้ถุงพลาสติกและกล่องโฟม ใช้กระดาษสองหน้า เปลี่ยนหลอดฟลูออเรสเซนต์ เป็นหลอด LED CHG มีระบบระบายน้ำเสีย และบำบัดน้ำเสียเพื่อปรับปรุงคุณภาพน้ำให้ได้มาตรฐาน
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">คะแนนด้านสังคมของ CHG คือ 3.4 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของภาคอุตสาหกรรมที่ 3.6 เราสังเกตว่า CHG ทำการส่งเสริมแบรนด์ของตนน้อย, ตามหลังคู่แข่งในด้านการนาระบบ IT มาใช้ และมีโปรแกรมการฝึกอบรมให้กับพนักงานน้อยกว่าคู่แข่งโรงพยาบาลที่เป็นระดับ high-endCHG ให้ค่าตอบแทนและผลประโยชน์ที่เหมาะสม พร้อมด้วยบรรยากาศที่ดีและสุขอนามัยที่ดีในสถานที่ทำงาน โดยมีเป้าหมายให้มีอัตราอุบัติเหตุจากการทำงานน้อยกว่า 10%CHG มุ่งเน้นคุณภาพการบริการด้วยความรวดเร็วและปลอดภัย โดยมีเป้าหมายให้มีความพึงพอใจของลูกค้ามากกว่า 90% CHG ได้รับการรับรองคุณภาพต่างๆ เช่น Hospital Accreditation (HA), Joint Commission International (JCI) เป็นต้นCHG เล็งเห็นความสำคัญของสิทธิมนุษยชนผ่านคำนิยามหลัก "iCare" โดย "iCare" มุ่งเน้นไปที่ความปลอดภัยของผู้ป่วยสากล (International Patient Safety) ซึ่งเกี่ยวกับการรักษาพยาบาลที่เท่าเทียมกัน และความปลอดภัยของผู้ป่วย และการเคารพในความเป็นปัจเจกบุคคล
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนการกำกับดูแลในระดับต่ำที่ 2.5 ให้กับ CHG เนื่องจากปัญหาด้านการกำกับดูแลกิจการ โดยนายแพทย์กัพล พลัสสินทร์ อดีต CEO ถูกลงโทษโดยสำนักงาน ก.ล.ต. จากการใช้ข้อมูลภายในในการซื้อหุ้นของ CHGเรายังเห็นว่า CHG มีโครงสร้างคณะกรรมการที่ไม่เหมาะสม ประธานคณะกรรมการเป็นตัวแทนจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (ครอบครัวพลัสสินทร์) มีสมาชิกในคณะกรรมการทั้งหมด 12 คน แต่มีเพียง 4 คน (<2/3 ระดับที่เหมาะสม) ที่เป็นอิสระ โดยมีผู้หญิง 2 คนCHG มีแนวทางปฏิบัติและคณะทำงานเกี่ยวกับการต่อต้านการทุจริต แผนการประเมินความเสี่ยง การปฏิบัติตามจรรยาบรรณ และกฎหมายเพื่อการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพและโปร่งใส นอกจากนี้ CHG ยังมีคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงเพื่อดูแลความเสี่ยงขององค์กรอีกด้วยCHG ได้พัฒนากลยุทธ์การแข่งขันเพื่อให้ธุรกิจสามารถยั่งยืนต่อไป

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

2025F revenue hit by the
SSO's stricter approval
rules

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	7,730	8,237	8,480	8,959	9,801
Cost of sales	5,631	6,068	6,038	6,349	7,089
Gross profit	2,100	2,169	2,442	2,611	2,711
% gross margin	27.2%	26.3%	28.8%	29.1%	27.7%
Selling & administration expenses	1,003	1,127	1,156	1,202	1,305
Operating profit	1,097	1,042	1,286	1,409	1,406
% operating margin	14.2%	12.7%	15.2%	15.7%	14.3%
Depreciation & amortization	458	523	532	526	602
EBITDA	1,555	1,565	1,818	1,935	2,008
% EBITDA margin	20.1%	19.0%	21.4%	21.6%	20.5%
Non-operating income	293	258	77	44	43
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(24)	(35)	(30)	(23)	(26)
Pre-tax profit	1,366	1,265	1,333	1,430	1,424
Income tax	279	267	280	293	285
After-tax profit	1,087	998	1,053	1,137	1,139
% net margin	14.1%	12.1%	12.4%	12.7%	11.6%
Shares in affiliates' Earnings	(19)	(20)	(17)	(10)	(5)
Minority interests	(21)	(13)	(36)	(38)	(9)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	1,046	965	1,000	1,089	1,125
Normalized profit	1,046	965	1,000	1,089	1,125
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

BALANCE SHEET

More new capacity
expansion planned in
2025-27

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	4,046	4,095	3,963	3,594	3,834
Cash & cash equivalent	1,524	1,812	1,620	1,120	1,120
Account receivables	2,158	1,948	1,975	2,086	2,282
Inventories	336	300	331	348	388
Others	27	36	37	39	43
Investments & loans	122	102	102	102	102
Net fixed assets	5,701	5,772	6,255	6,741	6,949
Other assets	395	417	418	427	453
Total assets	10,264	10,387	10,738	10,863	11,338
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,485	1,468	1,551	1,557	1,733
Account payables	894	869	910	957	1,068
Bank overdraft & ST loans	45	50	69	46	50
Current LT debt	82	81	93	62	67
Others current liabilities	464	468	479	493	548
Total LT debt	556	512	526	349	382
Others LT liabilities	293	276	279	285	302
Total liabilities	2,333	2,256	2,356	2,191	2,417
Minority interest	406	410	446	485	494
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Share premium	1,146	1,146	1,146	1,146	1,146
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	5,278	5,474	5,689	5,942	6,181
Shareholders' equity	7,525	7,720	7,935	8,188	8,427
Liabilities & equity	10,264	10,387	10,738	10,863	11,338

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Sustainable cash inflow stream

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,366	1,265	1,333	1,430	1,424
Tax paid	(325)	(291)	(262)	(296)	(272)
Depreciation & amortization	458	523	532	526	602
Chg In working capital	581	222	(18)	(82)	(125)
Chg In other CA & CL / minorities	48	(10)	(30)	(3)	34
Cash flow from operations	2,127	1,710	1,555	1,575	1,663
Capex	(1,392)	(569)	(1,000)	(1,000)	(800)
Right of use	(15)	(20)	(5)	(1)	(1)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	19	20	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(55)	(45)	(2)	(7)	(19)
Cash flow from investments	(1,443)	(613)	(1,007)	(1,008)	(820)
Debt financing	(116)	(40)	45	(231)	43
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,045)	(770)	(785)	(836)	(885)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(1,161)	(810)	(740)	(1,067)	(843)
Free cash flow	735	1,141	555	575	863

VALUATION

CHG has already de-rated, in our view

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	16.4	17.8	17.2	15.8	15.3
Normalized PE - at target price (x)	22.1	23.9	23.1	21.2	20.5
PE (x)	16.4	17.8	17.2	15.8	15.3
PE - at target price (x)	22.1	23.9	23.1	21.2	20.5
EV/EBITDA (x)	10.5	10.2	8.9	8.5	8.2
EV/EBITDA - at target price (x)	14.3	14.0	12.2	11.6	11.2
P/BV (x)	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0
P/BV - at target price (x)	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7
P/CFO (x)	8.1	10.0	11.0	10.9	10.3
Price/sales (x)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
Dividend yield (%)	4.5	4.5	4.7	5.1	5.2
FCF Yield (%)	4.3	6.7	3.2	3.4	5.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
DPS	0.1	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	0.1	0.1	0.2
FCF/share	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Modest earnings growth
in 2025-27F*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(23.5)	6.6	3.0	5.7	9.4
Net profit (%)	(62.4)	(7.7)	3.6	8.9	3.3
EPS (%)	(62.4)	(7.7)	3.6	8.9	3.3
Normalized profit (%)	(62.4)	(7.7)	3.6	8.9	3.3
Normalized EPS (%)	(62.4)	(7.7)	3.6	8.9	3.3
Dividend payout ratio (%)	73.6	79.8	80.0	80.0	80.0
Operating performance					
Gross margin (%)	27.2	26.3	28.8	29.1	27.7
Operating margin (%)	14.2	12.7	15.2	15.7	14.3
EBITDA margin (%)	20.1	19.0	21.4	21.6	20.5
Net margin (%)	14.1	12.1	12.4	12.7	11.6
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	45.7	30.2	42.2	61.0	54.9
Interest coverage - EBITDA (x)	64.8	45.4	59.7	83.8	78.5
ROA - using norm profit (%)	10.2	9.3	9.5	10.1	10.1
ROE - using norm profit (%)	13.9	12.7	12.8	13.5	13.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	14.4	13.1	13.5	14.1	13.7
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
- operating margin (%)	18.0	15.8	16.1	16.2	14.8
- leverage (x)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
- interest burden (%)	98.3	97.3	97.8	98.4	98.2
- tax burden (%)	79.6	78.9	79.0	79.5	80.0
WACC (%)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
ROIC (%)	13.8	12.3	15.5	16.0	14.9
NOPAT (Bt m)	873	822	1,016	1,120	1,125
invested capital (Bt m)	6,683	6,551	7,003	7,525	7,807

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

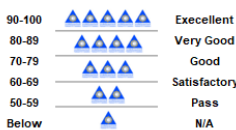
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

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

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



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่1/2568 ชุดที่1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่1-3") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารถูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

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