

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 30.00

Upside : 24.5%

(From: Bt 29.00)

3 JUNE 2025

Small Cap Research

## Praram 9 Hospital Pcl. (PR9 TB)

## ผลการดำเนินงานโดดเด่น

ผลการดำเนินงานของ PR9 ยังคงเหนือคู่แข่งส่วนใหญ่ และเป็นหุ้นที่เราชอบที่สุดในกลุ่ม หลังผ่านช่วงการลงทุน บริษัทฯ อยู่ในช่วงใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ ซึ่งยังคงเป็นแรงหนุนรายได้ และอัตรากำไร เราคาดว่า EPS จะเติบโตที่ 16/11% และมี ROE เพิ่มขึ้นเป็น 14.5/14.7% ในปี 2025-26F



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

## ปรับเพิ่มกำไร และแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" จาก 1) กำไร 1Q25 ของบริษัทฯ ออกมาดีกว่าคาดที่ 200 ลบ. เพิ่มขึ้น 46% y-y แม้อลดลง 15% q-q จากปัจจัยฤดูกาล ปัจจัยที่ทำให้กำไรดีกว่าคาด คือ รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติ และอัตรากำไรขั้นต้นที่ดี เราจึงปรับกำไรปี 2025-27F ขึ้น 3-4% ต่อปี และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025) ขึ้นเป็น 30 บาท จาก 29 บาท 2) เรายังคงมองบวกต่อ PR9 โดยบริษัทฯ ผ่านช่วงการลงทุนแล้ว และเข้าสู่ช่วงการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ ซึ่งการเติบโตของกำไรได้แรงหนุนจากทั้งรายได้และอัตรากำไรที่ดีขึ้น และ ROE มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น 3) PR9 ประสบความสำเร็จในการยกระดับตนเองให้เป็นผู้เล่นที่มีบทบาทมากขึ้นในตลาดผู้ป่วยต่างชาติ โดยรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติปี 2024 เพิ่มขึ้นเป็น 17% จากปี 2019 ที่ 15.5% และ 4) จากการที่ PR9 ดำเนินธุรกิจอยู่ในอุตสาหกรรมโรงพยาบาลซึ่งเป็นเมกะเทรนด์ ราคาหุ้นจึงถือว่าไม่แพงในมุมมองของเราที่ PE เพียง 22.9 เท่า เทียบกับการเติบโตของ EPS ที่ 16/11% ในปี 2025-26F ตามลำดับ

## เติบโต และได้รับการ re-rating

เราคาดว่า การเข้าสู่ช่วงการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์หลังจบการลงทุนของ PR9 จะหนุนทั้งการเติบโตของกำไร และการปรับมูลค่าหุ้น (re-rating) การเติบโตมาจากจำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้น และอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจากการใช้สินทรัพย์มากขึ้น การ re-rating มาจากฐาน ROE ที่สูงอย่างยั่งยืน ROE ของ PR9 สูงขึ้นเท่าตัวจากปี 2019 ที่ 7.2% เป็น 13.6% ในปี 2024 และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 14.9% ในปี 2027F ซึ่งเป็นผลจากผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้น และการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนของผู้ป่วยต่างชาติที่มีอัตรากำไรสูง โดยเพิ่มจาก 15.5% ในปี 2019 เป็น 17% ในปี 2024 และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นไปถึง 29% ในปี 2027F นอกจากนี้ PR9 ยังใช้สินทรัพย์สำหรับการพัฒนา "ศูนย์เฉพาะทาง" ซึ่งเป็นบริการที่ให้อัตรากำไรสูงขึ้นมาเรื่อยๆ

## ผู้ป่วยต่างชาติยังคงแข็งแกร่ง

จำนวนผู้ป่วยต่างชาติของ PR9 มีการเติบโตอย่างดี รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติมีสัดส่วนคิดเป็น 25% ของรายได้รวมใน 1Q25 เทียบกับ 14/17% ในปี 2023-24 ปัจจัยผลักดันล่าสุดมาจากการขยายตลาดไปยังภูมิภาคตะวันออกกลางที่มีบทบาทสำคัญมากขึ้นในปี 2024 ซึ่งหนุนให้รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติโตขึ้นถึง 88% y-y ใน 1Q25 ขณะที่ผู้ป่วยจากประเทศกลุ่ม CLMV และจีนก็เติบโตแข็งแกร่งเช่นกัน เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยต่างชาติจะเติบโต 56/23/13% ในปี 2025-27F และคาดว่าสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติจะเพิ่มขึ้นเป็น 24/27/29% ในปี 2025-27F จาก 14/17% ในปี 2023-24 รายได้จากผู้ป่วยตะวันออกกลางคิดเป็น 30-35% ของรายได้รวมกลุ่ม CLMV ที่ 29% จีนที่ 16% และส่วนอื่นๆ ราวประมาณ 20-25%

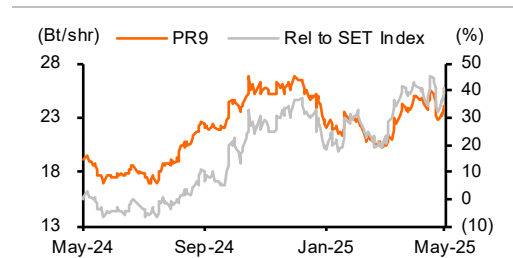
## 2Q25F น่าจะแข็งแกร่งมาก

จำนวนผู้ป่วยของ PR9 ในเดือนเมษายนและพฤษภาคมยังคงเติบโตแข็งแกร่ง y-y เราคาดว่ากำไร 2Q25F จะเติบโต 30% y-y โดยได้แรงหนุนจากจำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้น รายได้ต่อผู้ป่วยที่สูงขึ้นจากการรักษาโรคภัยแรงที่มากขึ้น และอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่สูงขึ้น ทั้งนี้ เราคาดว่ากำไรจะลดลง 9% q-q เนื่องจากปัจจัยฤดูกาล อย่างไรก็ตาม เรายังคาดว่าจำนวนผู้ป่วยใน 2H25F จะเพิ่มขึ้น y-y และ h-h เนื่องจากปัจจัยฤดูกาล

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	4,635	5,124	5,598	6,016
Net profit	713	827	913	995
Consensus NP	—	813	903	958
Diff frm cons (%)	—	1.7	1.1	3.9
Norm profit	713	827	913	995
Prev. Norm profit	—	804	881	960
Chg frm prev (%)	—	2.8	3.6	3.7
Norm EPS (Bt)	0.9	1.1	1.2	1.3
Norm EPS grw (%)	27.8	16.0	10.5	9.0
Norm PE (x)	26.6	22.9	20.8	19.0
EV/EBITDA (x)	15.8	13.7	12.1	10.9
P/BV (x)	3.5	3.2	2.9	2.7
Div yield (%)	1.7	2.2	2.7	3.2
ROE (%)	13.6	14.5	14.7	14.9
Net D/E (%)	(41.2)	(38.7)	(41.4)	(43.9)

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 30-May-25 (Bt)	24.10
Market Cap (US\$ m)	577.2
Listed Shares (m shares)	786.3
Free Float (%)	58.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.2
12M Price H/L (Bt)	26.75/16.90
Sector	Health Care
Major Shareholder	Damapong family 37.27%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

## ESG Summary Report ..... P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

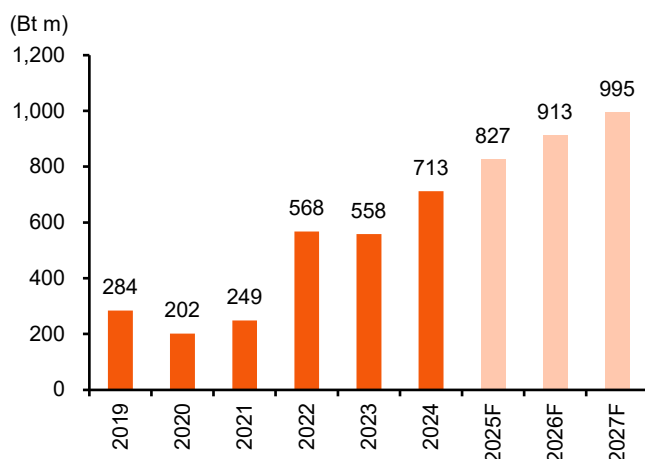
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงลงได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



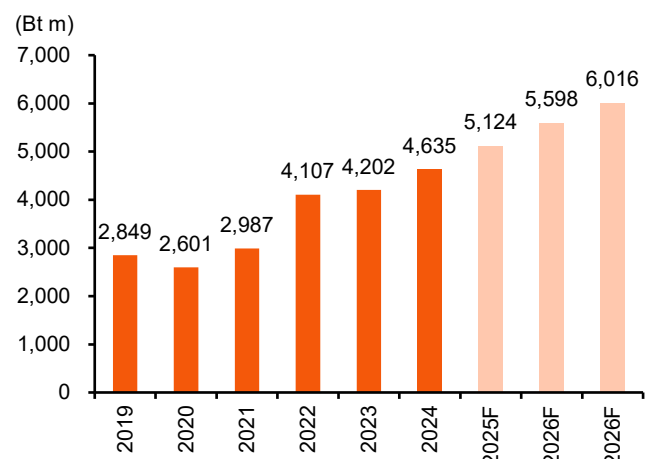
**Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions**

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b># IPD patients (beds/year)</b>					
- New	44,530	44,895	48,487	50,911	52,438
- Old			46,242	47,629	49,296
- Change (%)			4.9	6.9	6.4
<b>Revenue from cash patients (Bt m)</b>					
- New	4,202	4,635	5,124	5,597	6,015
- Old			5,082	5,502	5,908
- Change (%)			0.8	1.7	1.8
<b>Gross margin (%)</b>					
- New	32.9	34.3	35.9	36.2	36.4
- Old			34.8	35.2	35.4
- Change (ppt.)			1.1	1.1	1.1
<b>SG&amp;A to sales (%)</b>					
- New	18.4	18.1	18.5	18.3	18.1
- Old			17.8	17.6	17.4
- Change (ppt.)			0.7	0.7	0.7
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
- New	558	713	827	913	995
- Old			804	881	960
- Change (%)			2.8	3.6	3.7

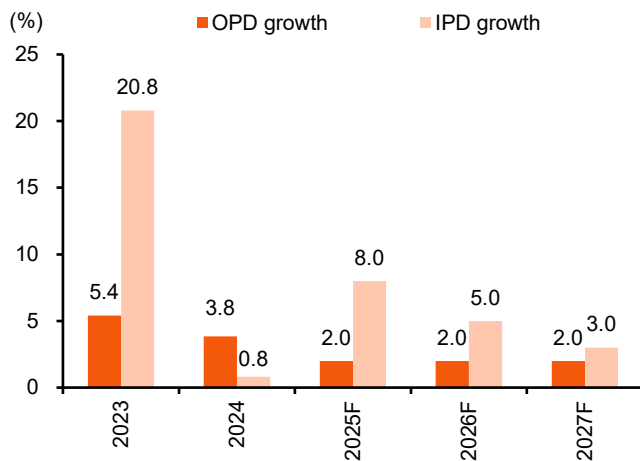
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Earnings Momentum Keeps Rising**

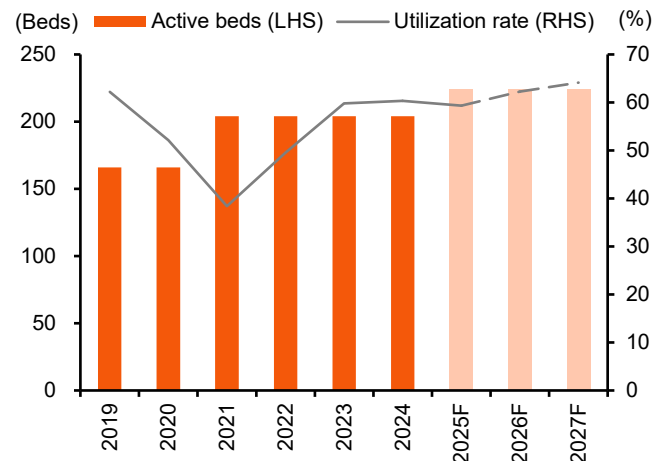
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Rising Revenue**

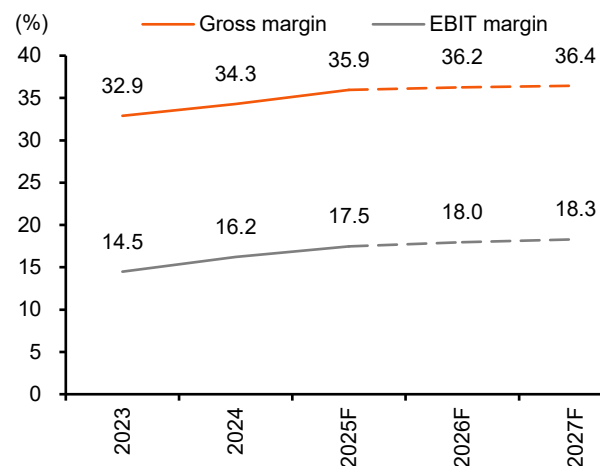
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: OPD And IPD Volume Growth**

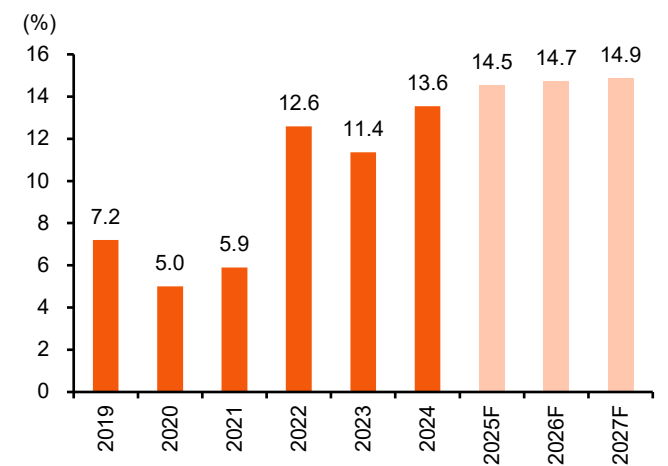
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Rising Utilization Rate**

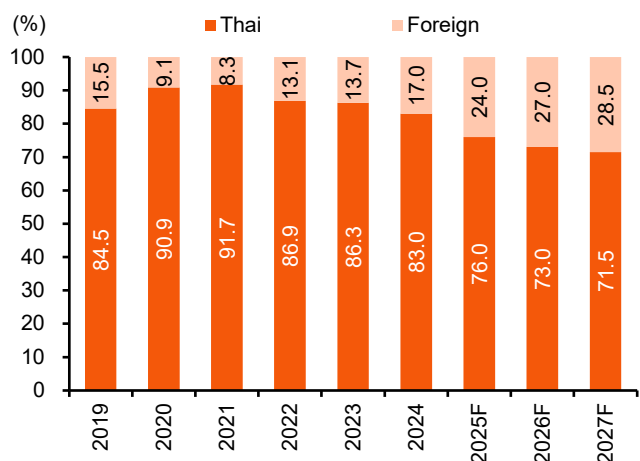
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Expanding Margin**

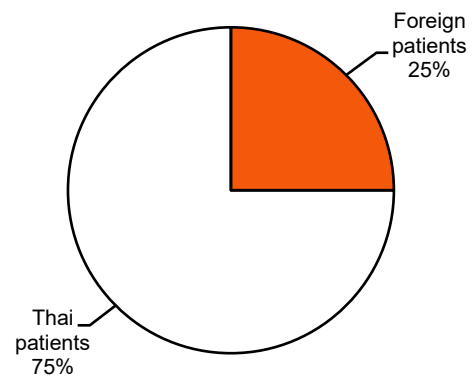
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: Rising ROE**

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 8: Revenue Mix**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: Revenue Mix In 1Q25**

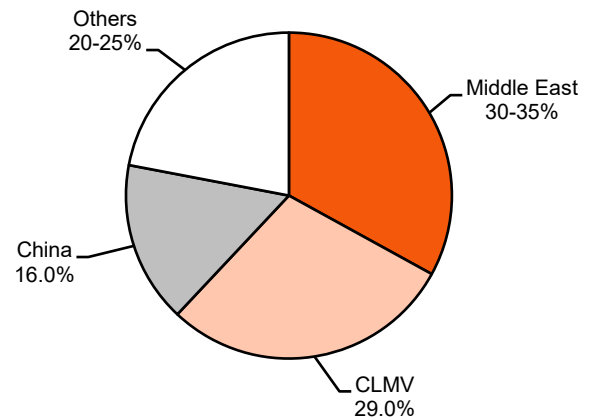
Source: Company data

Ex 10: PR9's International Center



Source: Company data

Ex 11: Revenue Breakdown By Nationality In 1Q25



Source: Company data

Ex 12: 2Q25F Earnings Forecast

Income Statement	(Consolidated)						
Yr-end Dec (Bt m)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	q-q%	y-y%
Revenue	1,084	1,226	1,255	1,239	1,241	0	15
<b>Gross profit</b>	<b>350</b>	<b>445</b>	<b>439</b>	<b>454</b>	<b>432</b>	<b>(5)</b>	<b>23</b>
SG&A	204	212	240	227	232	2	14
Operating profit	146	233	198	227	200	(12)	36
<b>EBITDA</b>	<b>222</b>	<b>311</b>	<b>277</b>	<b>303</b>	<b>276</b>	<b>(9)</b>	<b>24</b>
Other income	26	25	36	26	30	16	14
Other expense	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.
Interest expense	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.
<b>Profit before tax</b>	<b>173</b>	<b>258</b>	<b>234</b>	<b>253</b>	<b>230</b>	<b>(9)</b>	<b>33</b>
Income tax	34	50	28	52	48	(8)	44
Equity & invest. income	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.
Minority interests	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.
Extraordinary items	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.
<b>Net profit</b>	<b>139</b>	<b>208</b>	<b>207</b>	<b>200</b>	<b>181</b>	<b>(9)</b>	<b>30</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>139</b>	<b>208</b>	<b>207</b>	<b>200</b>	<b>181</b>	<b>(9)</b>	<b>30</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: 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	1,212	1,344	1,454	1,556	1,644	1,735	1,831	1,931	2,036	2,161	2,293	2,437	—
Free cash flow	309	728	818	1,000	1,073	1,151	1,232	1,317	1,406	1,514	1,627	1,551	30,233
PV of free cash flow	308	634	664	756	756	757	756	753	750	753	755	671	13,073
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.6												
WACC (%)	7.2												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	21,384												
Net debt (end 2024)	(2,243)												
Minority interest	0												
Equity value	23,627												
# of shares (m)	786												
Equity value / share (Bt)	30.0												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: 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  
Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS  
Based on 30 May 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงพยาบาลพระรามเก้า จำกัด (มหาชน) (PR9) ก่อตั้งขึ้นในปี 1992 ตั้งอยู่บนถนนพระราม 9 ซึ่งเป็นย่านธุรกิจใหม่ของกรุงเทพมหานคร ณ สิ้น 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

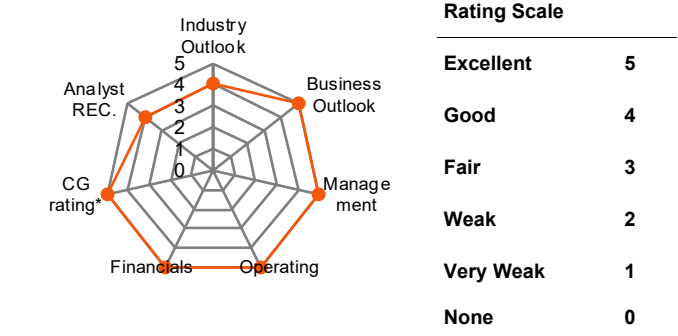
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	29.02	30.00	3%
Net profit 25F (Bt m)	813	827	2%
Net profit 26F (Bt m)	903	913	1%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- เน้นผู้ป่วยเงินสดระดับกลาง-บนเป็นหลัก

T — Threat

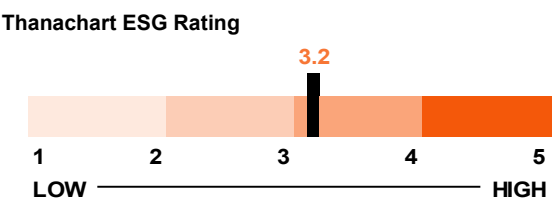
- คู่แข่งใหม่เข้ามายังตลาดมากขึ้น
- ความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์และกฎหมาย
- การระบาดของโควิด-19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนผู้ป่วยต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ อาจส่งผลให้เกิดความเสี่ยงด้านผลตอบแทนต่อการประกอบการของเรา
- 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 3.2 ซึ่งอยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มเล็กน้อยที่ 3.1 โดยเราพบว่าคะแนนสูงสุดในด้านสังคม (S) รองลงมาคือสิ่งแวดล้อม (E) และบรรษัทภิบาล (G)



	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	-	-	-	65.16	-	-	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
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li><li>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li><li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li><li>การบริหารจัดการน้ำ</li><li>การบริหารจัดการของเสีย</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ที่ 3.0 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มเล็กน้อยที่ 2.9 โดย PR9 ตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิให้เป็นศูนย์ (Net-Zero GHG Emissions) ภายในปี 2065</li><li>PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิใน Scope ที่ 1, 2 และ 3 มากกว่า 0.5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และตั้งเป้าลดมากกว่า 5% ภายในปี 2028 เมื่อเทียบกับปี 2022</li><li>PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะลดการใช้พลังงานมากกว่า 0.5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และตั้งเป้าลดมากกว่า 0.5% ภายในปี 2028 เมื่อเทียบกับปี 2022</li><li>PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะลดการใช้น้ำมากกว่า 0.5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และตั้งเป้าลดมากกว่า 0.5% ภายในปี 2028 เมื่อเทียบกับปี 2022</li><li>PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะลดของเสียมากกว่า 0.5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และตั้งเป้าลดมากกว่า 2% ภายในปี 2028 เมื่อเทียบกับปี 2022</li></ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li><li>การดูแลพนักงาน</li><li>สุขอนามัยและความปลอดภัย</li><li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li><li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ที่ 3.6 ซึ่งอยู่ในระดับเดียวกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 3.6 แม้ว่า PR9 จะเป็นโรงพยาบาลเดี่ยว แต่ก็ยังได้รับคะแนนด้านสังคมในระดับค่อนข้างสูง เนื่องจากมีแบรนด์ที่แข็งแกร่ง และมีคุณภาพและมาตรฐานการให้บริการในระดับสูง PR9 ใช้เทคโนโลยีที่ทันสมัยในการรักษาโรคที่มีความซับซ้อนและวิกฤต ด้วยบริการที่เน้นผู้ป่วยเป็น ศูนย์กลาง โรงพยาบาลได้รับการรับรองคุณภาพ เช่น ISO 9001, ISO 9002, Hospital Accreditation (HA), Joint Commission International (JCI) เป็นต้น</li><li>PR9 มีการพัฒนาบุคลากร โดยการฝึกอบรมอย่างน้อย 20 ชั่วโมงต่อคนต่อปี โดยมุ่งเน้นที่ อัตราการเกิดอุบัติเหตุเป็นศูนย์ อัตราการเจ็บป่วยจากการทำงานเป็นศูนย์ อัตราการมีส่วนร่วมของ พนักงาน ไม่น้อยกว่า 80% และอัตราการลาออกน้อยกว่า 10%</li><li>PR9 ตั้งเป้าที่จะสร้างความพึงพอใจของผู้ป่วย OPD และ IPD ในระดับอย่างน้อย 95%</li><li>PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะเพิ่มกิจกรรมชุมชนและสังคมราว 20% ภายในปี 2025 เมื่อเทียบกับปีฐาน 2020</li></ul>
<b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li><li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li><li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li><li>การบริหารความเสี่ยง</li><li>นวัตกรรม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านบรรษัทภิบาล (G) ที่ 3.0 แก่ PR9 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.7 เนื่องจากบริษัทฯ ไม่มีปัญหาด้านการกำกับดูแลกิจการ</li><li>PR9 ไม่มีโครงสร้างคณะกรรมการที่สมบูรณ์แบบ เนื่องจากประธานคณะกรรมการไม่เป็นอิสระ นอกจากนี้ คณะกรรมการมีกรรมการอิสระเพียง 4 คน จากทั้งหมด 10 คน (ต่ำกว่าระดับที่เหมาะสมคือ 2 ใน 3) โดยมีกรรมการหญิงจำนวน 2 คน</li><li>PR9 มีคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) คณะกรรมการค่าตอบแทน (Remuneration Committee) และกลุ่มทำงานด้านความเสี่ยง (Risk Working Group)</li><li>PR9 มีเป้าหมายในการเปลี่ยนเป็นโรงพยาบาลดิจิทัล และเป็นผู้นำในการนำเทคโนโลยีสมัยใหม่มาใช้ในการวินิจฉัย การรักษา และการดูแลสุขภาพ นอกเหนือจากการเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานและตอบสนองความต้องการของผู้บริโภค</li></ul>

Sources: Thanachart, Company data



## INCOME STATEMENT

Foreign patients drive  
revenue growth

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	4,202	4,635	5,124	5,598	6,016
Cost of sales	2,820	3,045	3,283	3,569	3,824
<b>Gross profit</b>	<b>1,382</b>	<b>1,590</b>	<b>1,842</b>	<b>2,029</b>	<b>2,192</b>
% gross margin	32.9%	34.3%	35.9%	36.2%	36.4%
Selling & administration expenses	774	837	946	1,023	1,090
<b>Operating profit</b>	<b>608</b>	<b>753</b>	<b>895</b>	<b>1,006</b>	<b>1,102</b>
% operating margin	14.5%	16.2%	17.5%	18.0%	18.3%
Depreciation & amortization	299	306	320	341	355
<b>EBITDA</b>	<b>907</b>	<b>1,059</b>	<b>1,215</b>	<b>1,347</b>	<b>1,457</b>
% EBITDA margin	21.6%	22.8%	23.7%	24.1%	24.2%
Non-operating income	81	110	116	122	135
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>689</b>	<b>862</b>	<b>1,010</b>	<b>1,127</b>	<b>1,236</b>
Income tax	131	149	184	214	241
<b>After-tax profit</b>	<b>558</b>	<b>713</b>	<b>827</b>	<b>913</b>	<b>995</b>
% net margin	13.3%	15.4%	16.1%	16.3%	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>558</b>	<b>713</b>	<b>827</b>	<b>913</b>	<b>995</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>558</b>	<b>713</b>	<b>827</b>	<b>913</b>	<b>995</b>
EPS (Bt)	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3

## BALANCE SHEET

Strong balance sheet

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	2,251	2,658	2,809	3,222	3,635
Cash & cash equivalent	1,901	2,243	2,310	2,677	3,050
Account receivables	290	343	421	460	494
Inventories	48	57	61	66	71
Others	12	15	17	18	19
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	3,243	3,194	3,577	3,739	3,887
Other assets	415	548	554	561	567
<b>Total assets</b>	<b>5,910</b>	<b>6,399</b>	<b>6,940</b>	<b>7,521</b>	<b>8,089</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	632	758	763	825	882
Account payables	522	647	630	685	733
Bank overdraft & ST loans	0	0	4	5	4
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	110	111	130	136	144
<b>Total LT debt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Others LT liabilities	198	203	226	246	264
<b>Total liabilities</b>	<b>830</b>	<b>961</b>	<b>989</b>	<b>1,071</b>	<b>1,146</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>2,359</b>	<b>2,718</b>	<b>3,230</b>	<b>3,730</b>	<b>4,223</b>
Shareholders' equity	5,080	5,439	5,951	6,450	6,943
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>5,910</b>	<b>6,399</b>	<b>6,940</b>	<b>7,521</b>	<b>8,089</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT***Sustainable cash inflow stream*

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Earnings before tax	689	862	1,010	1,127	1,236
Tax paid	(128)	(166)	(166)	(215)	(233)
Depreciation & amortization	299	306	320	341	355
Chg In working capital	(22)	64	(100)	11	10
Chg In other CA & CL / minorities	(2)	14	(0)	6	(1)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>836</b>	<b>1,080</b>	<b>1,063</b>	<b>1,269</b>	<b>1,367</b>
Capex	(324)	(257)	(700)	(500)	(500)
Right of use	(0)	5	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	(113)	(133)	14	11	8
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(438)</b>	<b>(385)</b>	<b>(686)</b>	<b>(489)</b>	<b>(492)</b>
Debt financing	0	0	4	0	(0)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(234)	(351)	(315)	(413)	(502)
Warrants & other surplus	21	(3)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(214)</b>	<b>(354)</b>	<b>(310)</b>	<b>(413)</b>	<b>(503)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>511</b>	<b>823</b>	<b>363</b>	<b>769</b>	<b>867</b>

**VALUATION***Inexpensive valuation, in our view*

<b>FY ending Dec</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Normalized PE (x)	34.0	26.6	22.9	20.8	19.0
Normalized PE - at target price (x)	42.3	33.1	28.5	25.8	23.7
PE (x)	34.0	26.6	22.9	20.8	19.0
PE - at target price (x)	42.3	33.1	28.5	25.8	23.7
EV/EBITDA (x)	18.8	15.8	13.7	12.1	10.9
EV/EBITDA - at target price (x)	23.9	20.2	17.5	15.5	14.1
P/BV (x)	3.7	3.5	3.2	2.9	2.7
P/BV - at target price (x)	4.6	4.3	4.0	3.7	3.4
P/CFO (x)	22.7	17.5	17.8	14.9	13.9
Price/sales (x)	4.5	4.1	3.7	3.4	3.2
Dividend yield (%)	1.2	1.7	2.2	2.7	3.2
FCF Yield (%)	2.7	4.3	1.9	4.1	4.6
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3
EPS	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3
DPS	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8
BV/share	6.5	6.9	7.6	8.2	8.8
CFO/share	1.1	1.4	1.4	1.6	1.7
FCF/share	0.7	1.0	0.5	1.0	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	2.3	10.3	10.5	9.2	7.5
Net profit (%)	(1.7)	27.8	16.0	10.5	9.0
EPS (%)	(29.1)	27.8	16.0	10.5	9.0
Normalized profit (%)	(1.7)	27.8	16.0	10.5	9.0
Normalized EPS (%)	(1.7)	27.8	16.0	10.5	9.0
Dividend payout ratio (%)	42.3	44.1	50.0	55.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	32.9	34.3	35.9	36.2	36.4
Operating margin (%)	14.5	16.2	17.5	18.0	18.3
EBITDA margin (%)	21.6	22.8	23.7	24.1	24.2
Net margin (%)	13.3	15.4	16.1	16.3	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)	(0.4)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	9.7	11.6	12.4	12.6	12.8
ROE - using norm profit (%)	11.4	13.6	14.5	14.7	14.9
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	11.4	13.6	14.5	14.7	14.9
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	16.4	18.6	19.7	20.2	20.6
- 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 (%)	81.0	82.7	81.8	81.0	80.5
WACC (%)	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
ROIC (%)	16.3	19.6	22.9	22.4	23.5
NOPAT (Bt m)	493	622	733	815	887
invested capital (Bt m)	3,178	3,196	3,645	3,778	3,898

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	<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.com](http://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
สาธารณูปโภค, 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, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ 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, วิโทรเคมี 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