

Thailand Healthcare Sector

แนวโน้มค่อนข้างซบเซา

Sector Valuation			TP Norm EPS growth		– Norm PE –		– P/BV –		– EV/EBITDA –		– Div yield –		
	BBG		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
Company	code	Rec.	(Bt)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Bangkok Chain Hospital	BCH TB	HOLD	11.00	9.5	11.1	19.2	17.3	1.9	1.9	8.7	8.2	4.0	4.3
Bangkok Dusit Medical	BDMS TB	BUY	26.00	4.0	6.1	18.5	17.5	3.0	2.8	13.7	12.9	4.0	4.3
Bumrungrad Hospital	BH TB	SELL	136.00	(2.2)	2.5	17.5	17.1	4.3	3.9	12.3	11.8	3.1	3.2
Chularat Hospital	CHG TB	BUY	1.90	(0.6)	10.3	17.4	15.8	2.1	2.0	9.2	8.6	4.6	5.1
Praram 9 Hospital	PR9 TB	BUY	26.00	15.0	11.8	17.7	15.8	2.4	2.2	10.1	8.7	2.8	3.5
Thonburi Healthcare Group	THG TB	SELL	7.20	na	107.6	113.6	54.7	1.2	1.2	8.6	11.2	0.4	1.0

Source: Thanachart estimates, Based on 8 January 2026 closing prices

เราปรับลดน้ำหนักลงทุนกลุ่มโรงพยาบาลเป็น “NEUTRAL” เนื่องจากการเติบโตของกำไรมีแนวโน้มค่อนข้างอ่อนแอ ความไม่แน่นอนด้านนโยบายที่เพิ่มขึ้น และแรงกดดันในระยะกลางจากการขยายขีดความสามารถในการให้บริการ PR9 ยังคงเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ

แนวโน้มค่อนข้างซบเซา และขาดปัจจัยผลักดัน

เราได้ปรับลดน้ำหนักลงทุนกลุ่มโรงพยาบาลเป็น “NEUTRAL” (จาก Overweight) เนื่องจาก 1) การเติบโตของ EPS มีแนวโน้มค่อนข้างอ่อนแอที่ราว 6% ต่อปี ในปี 2026-28F สะท้อนการเติบโตของจำนวนผู้ป่วยที่ช้าและต้นทุนที่เพิ่มขึ้น 2) การขยายขีดความสามารถในการรองรับในช่วงเศรษฐกิจอ่อนตัว และการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจะกดดันอัตรากำไรและกำไรในปี 2026-27F 3) ยังคงมีความเสี่ยงด้านนโยบายการบริหารจัดการด้านสุขภาพ (managed care) และการให้บริการผู้ป่วยเงินสด และ 4) เรามองว่า 2026F PE ของกลุ่มฯ ที่ 17.6 เท่า ถือว่าสมเหตุสมผล สะท้อนถึงความแข็งแกร่งและความยืดหยุ่นสูงของกลุ่มฯ โดย PE ที่สูงถึง 30-40 เท่าในอดีตเกิดจากการเติบโตของกำไรที่สูงกว่าและความเสี่ยงด้านนโยบายที่ต่ำกว่าซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนเพิ่มเติม PR9 ยังคงเป็นหุ้น Top Pick ของกลุ่มฯ นี้

ผู้ป่วยเงินสดเติบโตในระดับปานกลาง

แม้ว่าความต้องการบริการด้านสุขภาพจะมีความยืดหยุ่นตลอดช่วงธุรกิจ แต่จำนวนผู้ป่วยทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติของโรงพยาบาลเอกชนยังได้รับผลกระทบบ้างในช่วงเศรษฐกิจอ่อนแอ ความไม่แน่นอนในตลาดต่างประเทศก็เพิ่มขึ้นเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลและการแข่งขันที่เข้มข้นขึ้น เราประมาณการการเติบโตของผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติที่ 2-5% และ 3-4% ในปี 2025-28 ตามลำดับ โดยได้แรงหนุนจากโครงสร้างประชากรที่เอื้ออำนวยและการขยายขีดความสามารถในการให้บริการอย่างต่อเนื่อง

ได้รับการกดดันในระยะกลางจากการขยายธุรกิจ

แม้เศรษฐกิจอ่อนแอ แต่โรงพยาบาลมีการขยายโครงการ (เพิ่ม capacity) หลายแห่งในปี 2026-27 โดย BDMS, BH, BCH, CHG และ THG ต่างเพิ่ม capacity ทั้งในโรงพยาบาลเดิมและเปิดโรงพยาบาลใหม่เพื่อรองรับความต้องการในระยะยาวจากประชากรสูงอายุและผู้ป่วยต่างชาติในระยะยาว จำนวนเตียงจดทะเบียนในกลุ่มโรงพยาบาลที่เราทำบทวิเคราะห์คาดว่าจะเติบโต 2.4/9.6% ในปี 2026-27F เทียบกับ 1.4/3.5% ในปี 2024-25F เราคาดว่าผลกระทบจากการเพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการใหม่อาจทำให้กำไรของกลุ่มฯ ลดลง 2/5% ในปี 2026-27F

นโยบายไม่แน่นอน

โรงพยาบาลเอกชนในไทยเผชิญกับความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์และนโยบายที่เพิ่มขึ้น ซึ่งรวมถึงความไม่แน่นอนเกี่ยวกับอัตราค่าบริการรักษาพยาบาลในระบบประกันสังคม การบังคับใช้และการขยายขอบเขตของข้อกำหนดการร่วมจ่ายค่ารักษาพยาบาล ตลอดจนนโยบายที่อนุญาตให้ผู้ป่วยสามารถซื้อยาตามใบสั่งแพทย์นอกโรงพยาบาล ซึ่งรัฐบาลชุดใหม่อาจดำเนินนโยบายนี้ในเชิงรุกมากขึ้นในอนาคต นอกจากนี้ การแข่งขันยังรุนแรงขึ้นจากการขยายตัวของโรงพยาบาลรัฐระดับบน ซึ่งอาจกดดันทั้งจำนวนผู้ป่วยและอำนาจในการตั้งราคาของผู้ประกอบการเอกชน

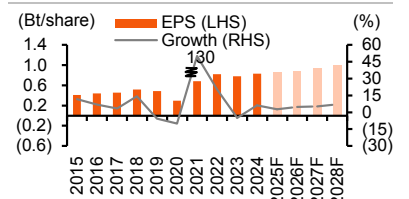


SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

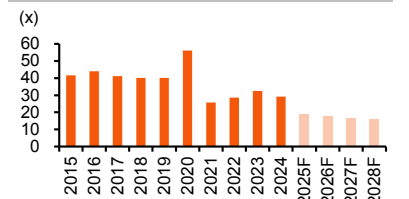
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Slow EPS Growth



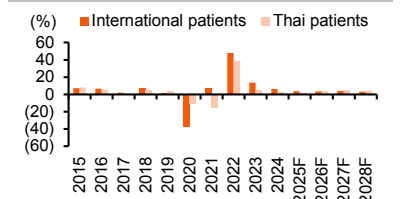
Sources: Company data, Thanachart estimates

Already De-Rated Sector PE



Sources: Company data, Thanachart estimates

Moderate Cash Patient Growth

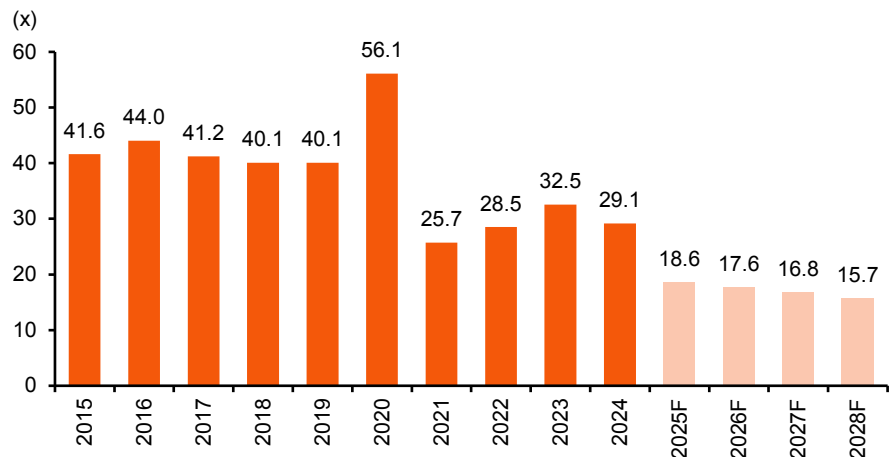


Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Healthcare Sector's PE Is Already De-rated To Trade At Fair Value



Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: Earnings Revisions

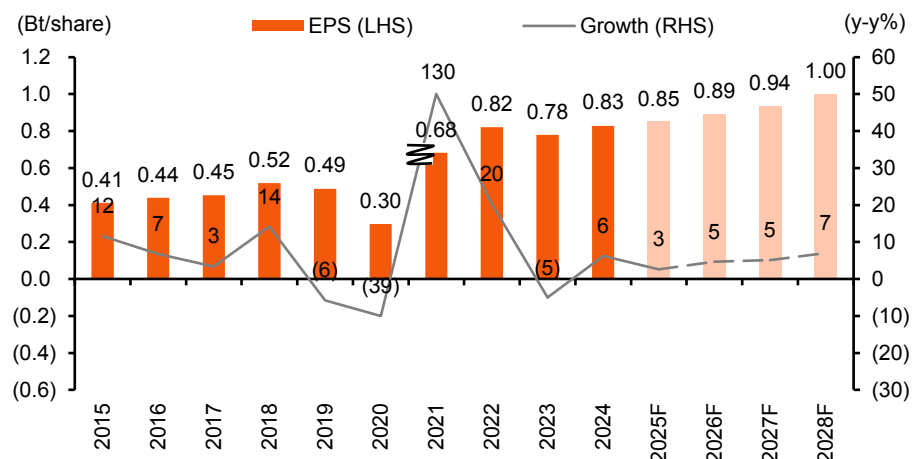
Stocks	New				Normalized Earnings (Bt m)				Change (%)			
	2025F	2026F	2027F	2028F	2025F	2026F	2027F	2028F	2025F	2026F	2027F	2028F
BCH	1,337	1,485	1,490	1,699	1,425	1,566	1,632	1,771	(6.2)	(5.2)	(8.8)	(4.1)
BDMS	16,622	17,631	18,888	20,242	16,622	17,631	18,888	20,242	0.0	0.0	0.0	0.0
BH	7,627	7,817	7,850	8,196	7,627	7,870	7,978	8,428	0.0	(0.7)	(1.6)	(2.8)
CHG	960	1,059	1,149	1,259	965	1,057	1,080	1,257	(0.5)	0.2	6.4	0.2
PR9	820	916	994	1,071	826	915	993	1,071	(0.7)	0.1	0.0	0.0
THG	103	298	341	399	221	535	596	641	(53.5)	(44.4)	(42.8)	(37.8)
Sector	27,467	29,205	30,711	32,865	27,686	29,574	31,168	33,410	(0.8)	(1.2)	(1.5)	(1.6)

Source: Thanachart estimates

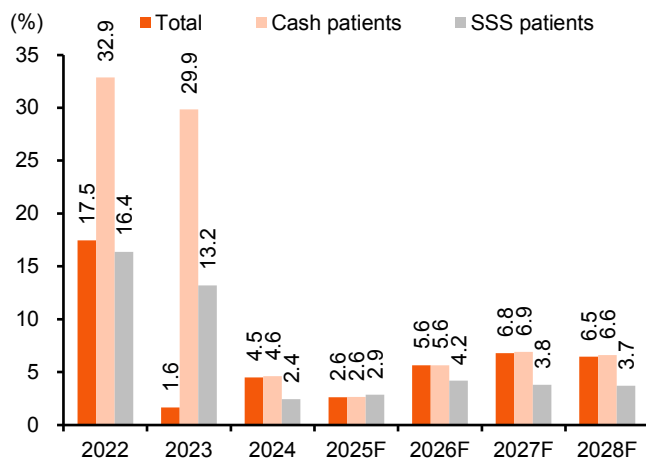
Ex 3: Recommendation and TP Changes

Stocks	Recommendation		TP (Bt/share)		Changes in key assumptions
	New	Old	New	Old	
BCH	HOLD	BUY	11.0	19.0	▪ We revise down cash patient revenue, increase losses from the new Rayong hospital due to its early opening, and raise our beta assumption amid higher sector and stock volatility.
BDMS	BUY	BUY	26.0	26.0	▪ No change, as this was already reflected in our previous report.
BH	SELL	HOLD	136.0	187.0	▪ We revise down foreign patient flows and average billing per foreign patient.
CHG	BUY	BUY	1.9	2.0	▪ We fine-tune our earnings estimates and raise our beta assumption amid higher sector and stock volatility. We upgrade our 2027F earnings to reflect the delay in the opening of the new Chularat Rayong International Hospital.
PR9	BUY	BUY	26.0	31.0	▪ We fine-tune our earnings and raise our beta assumption amid higher sector and stock volatility.
THG	SELL	SELL	7.2	5.8	▪ We revise down its core hospital business but lower its beta to reflect improving ESG following RAM's entry as the new major shareholder.

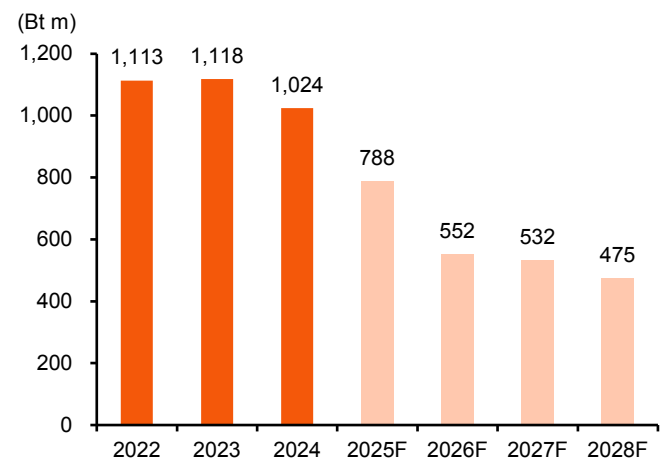
Source: Thanachart estimates

Ex 4: Continued Slow EPS Growth In 2026-28F

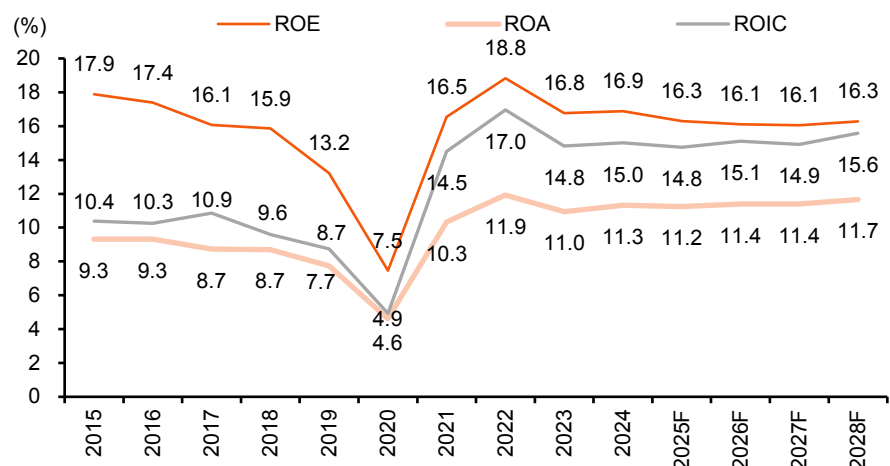
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Rising Revenue

Sources: Company data, Thanachart estimates

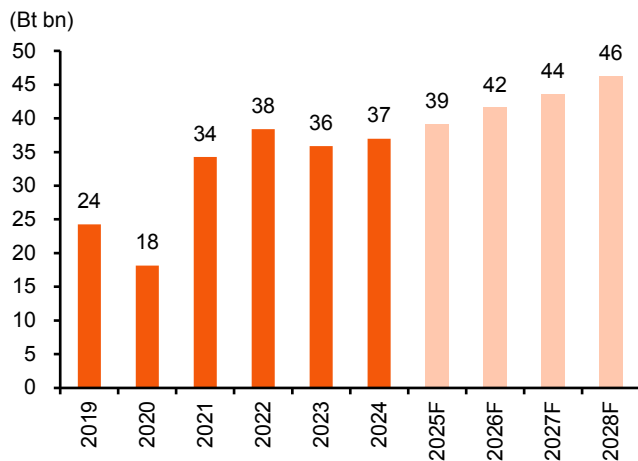
Ex 6: Falling Interest Expenses

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Strong Profitability

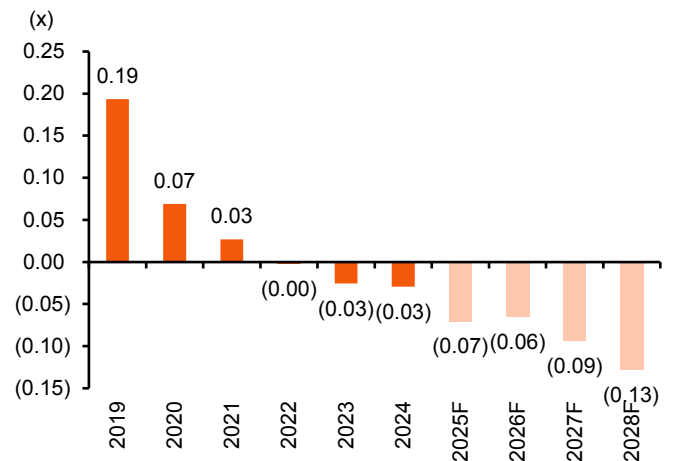
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Sustainable EBITDA – Exclude ROU



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Healthier Financial Status With Negative Net D/E



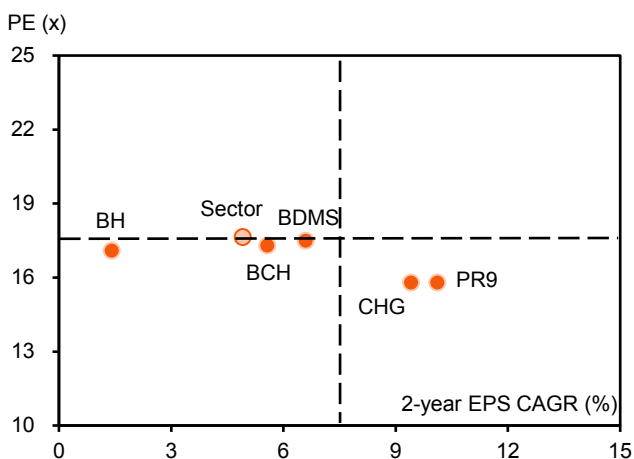
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Valuation Comparison

Company	Rec.	Current	Target	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div yield —	
		price	price	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
		(Bt)	(Bt)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
BCH TB	HOLD	10.30	11.00	9.5	11.1	19.2	17.3	1.9	1.9	4.0	4.3
BDMS TB	BUY	19.40	26.00	4.0	6.1	18.5	17.5	3.0	2.8	4.0	4.3
BH TB	SELL	154.50	136.00	(2.2)	2.5	17.5	17.1	4.3	3.9	3.1	3.2
CHG TB	BUY	1.52	1.90	(0.6)	10.3	17.4	15.8	2.1	2.0	4.6	5.1
PR9 TB	BUY	18.40	26.00	15.0	11.8	17.7	15.8	2.4	2.2	2.8	3.5
THG TB	SELL	9.10	7.20	(175.4)	107.6	113.6	54.7	1.2	1.2	0.4	1.0

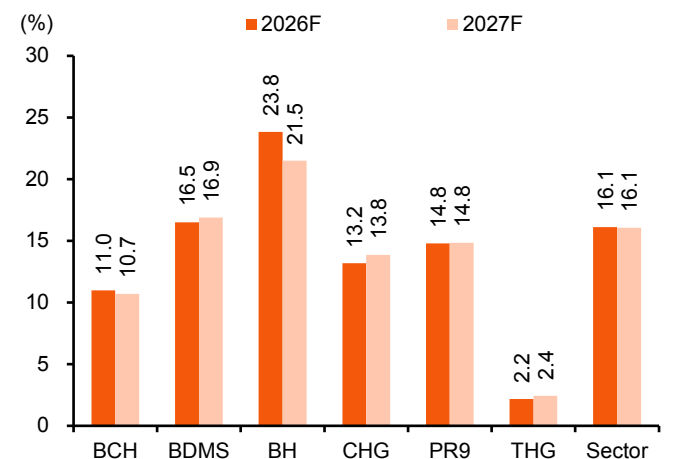
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 2026F PE Vs. Two-Year EPS CAGR In 2026-27F



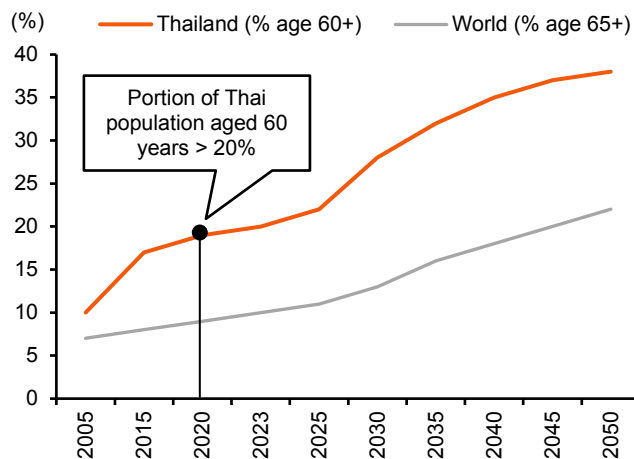
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 12: ROE Comparison



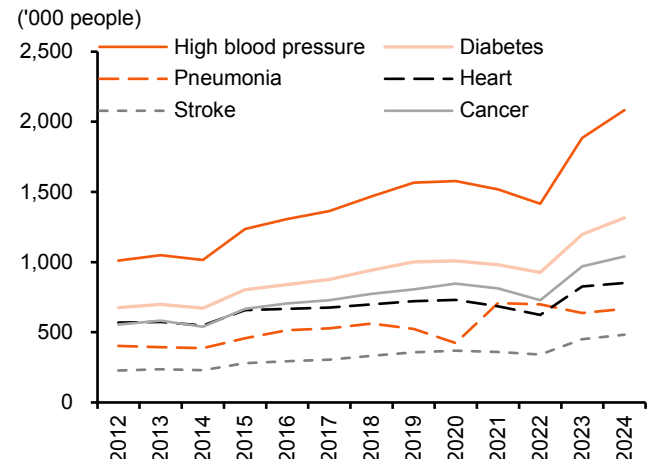
Source: Thanachart estimates

Ex 13: Ageing Society Mega Trend



Source: National Statistical Office of Thailand

Ex 14: Leading Causes Of Admission In Thailand



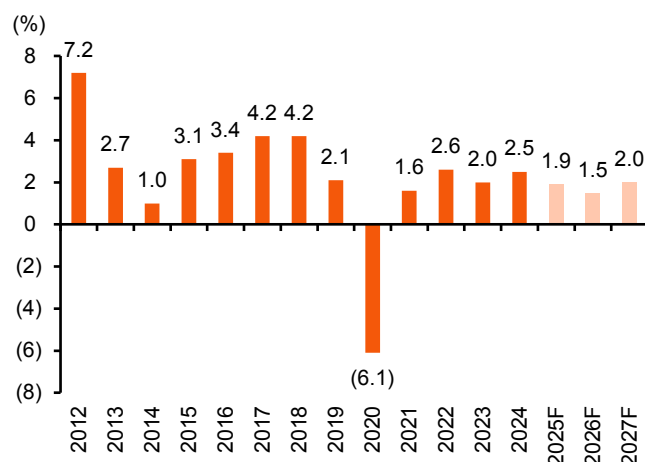
Source: NESDB

Ex 15: Healthcare Cost Comparison

Medical Service / Condition	Medical Costs (US\$)			
	Thailand	United States	United Kingdom	Singapore
Specialist visit	10-70	100-300	60-250	50-150
MRI scan	200-650	1,000-3,000	400-1,000	800-1,500
CT scan	150-300	500-2,000	300-800	600-1,200
Appendectomy	2,000-4,000	15,000-35,000	6,000-10,000	8,000-15,000
Knee replacement	10,000-15,000	30,000-50,000	15,000-20,000	25,000-40,000
Coronary bypass	20,000-35,000	70,000-200,000	25,000-45,000	35,000-60,000
Dialysis (per session)	120-250	500-1,000	300-500	350-600
Normal delivery	2,000-4,000	10,000-15,000	5,000-8,000	6,000-10,000
Hospital stay (per night)	150-700	1,000-3,000	400-800	600-1,200

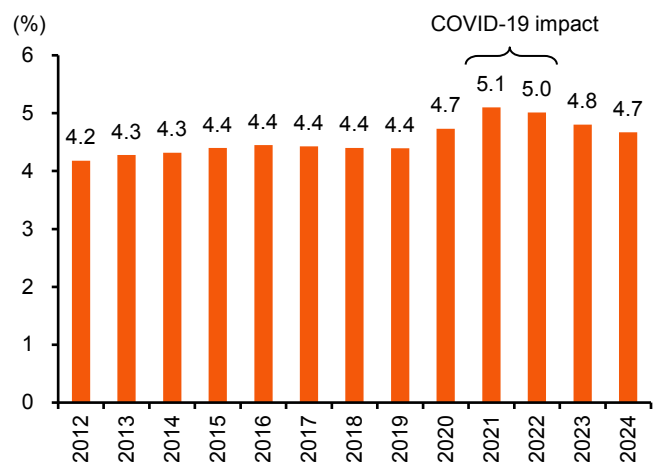
Source: Thanachart compilation

Ex 16: Thailand's GDP Growth

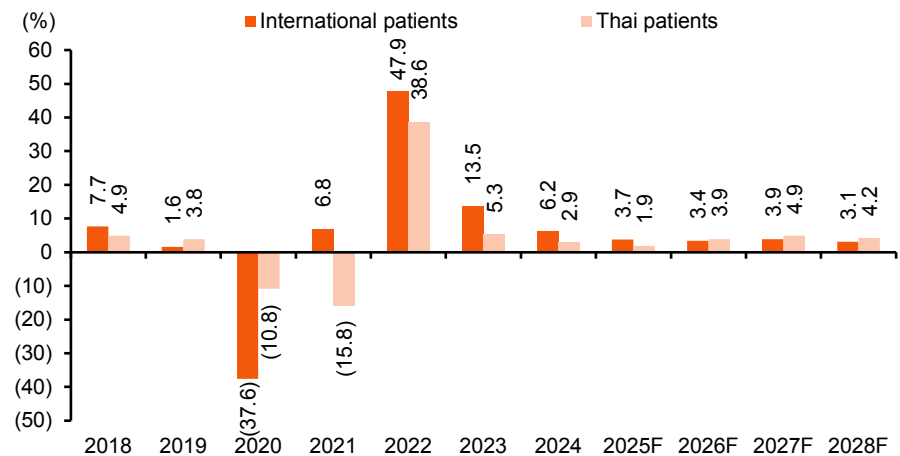


Sources: NESDB, Thanachart estimates

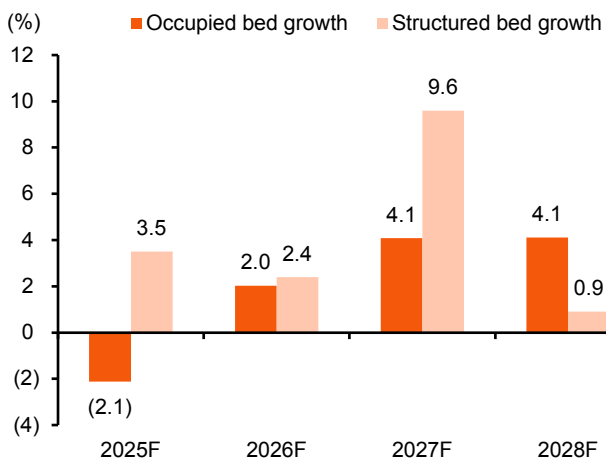
Ex 17: % Private Healthcare Of Household Expenditure



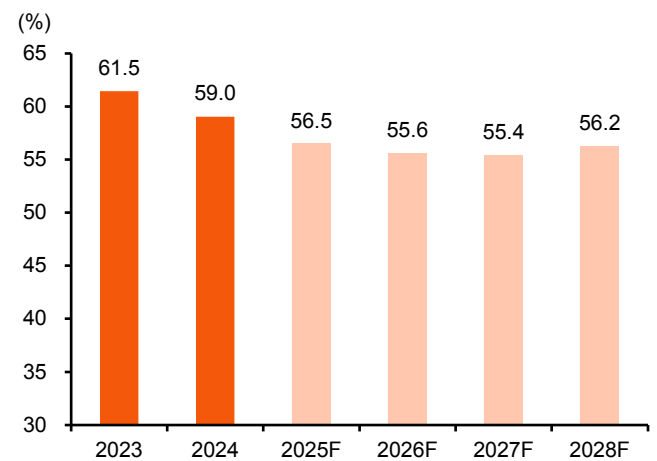
Source: NESDB

Ex 18: Thai And International Patient Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: Growth Of Demand VS. Supply

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: Falling Utilization Rate

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 21: New Capacity Expansion Plans In 2025-28

Company	Project name	Active beds (As of 2023)	Additional IPD bed capacity					Total
			2024	2025F	2026F	2027F	2028F	
BCH	Kasemrad Ari Cancer Rangsi Raksa Center	/						-
	Kasemrad Maesai (New OPD and IPD building)				18			18
	Kasemrad Ramkhamhaeng (New OPD and IPD building with parking lots of 700 cars)					120		120
	Kasemrad Hospital Suvarnabhumi					270		270
	Kasemrad Hospital Rayong					268		268
	Subtotal	2,254	-	-	18	658	-	676
	Capacity growth		0%	0%	1%	29%	0%	30%
BDMS	Phuket Cancer Center	/						-
	Phyathai Sriracha 2 (SSS building)	113						113
	Samitivej International Children (New OPD and IPD building)			103				103
	Bangkok Chiangmai (New IPD building)			90				90
	Phyathai Bowin			220				220
	Bangkok Kho Yai			71				71
	Bangkok Hua Hin (New IPD building)				52			52
	Bangkok Surat (New IPD building)				60			60
	Phyathai 1 (New IPD building)					160		160
	New Rehabilitation @ BHQ (New OPD building)					/		-
	Subtotal	8,727	113	484	112	160	-	869
	Capacity growth		1%	5%	1%	2%	0%	10%
BH	New VitalLife Building in Phuket	/						-
	Room renovation + ICU	53		10				63
	Bumrungrad Oncology Institute					/		-
	Soi 1 Project - IPD building					59		59
	Other Clinic and Service building					/		-
	BIH Phuket Hospital and Staff Residency					212		212
	Subtotal	483	53	10	-	271	-	334
	Capacity growth		11%	2%	0%	50%	0%	69%
CHG	Chularat Ruampaet Chachoengsao (New IPD wards)				120			120
	Chularat 11 Hospital (New OPD building)				/			-
	Chularat Rayong International Hospital					200		200
	Chularat 3 Hospital		27			100		127
	(Two IPD buildings and one carpark building)							
	Subtotal	911	27	-	120	300	-	447
	Capacity growth		3%	0%	13%	28%	0%	49%

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 21: New Capacity Expansion Plans In 2025-28 (Con't)

Company	Project name	Active beds (As of 2023)	Additional IPD bed capacity					Total
			2024	2025F	2026F	2027F	2028F	
PR9	Nurse dormitory					/		-
	New IPD ward				20			20
	Subtotal	204	-	-	20	-	-	20
	Capacity growth		0%	0%	10%	0%	0%	10%
THG	Thonburi Hospital (New OPD building)			/				-
	Thonburi Tang Hospital (Radiology Center)			/				-
	Thonburi Thawiwatthana (New OPD and IPD building)				49			49
	Thonburi Trang Hospital (Thonburi Lanta Medical Center)				23			23
	Rajyindee Hospital (New OPD and IPD building)					24		24
	Thonburi Hospital (New IPD building)						150	150
	Subtotal	1,158	-	-	72	24	150	246
	Capacity growth		0%	0%	6%	2%	12%	21%
Total		13,737	193	494	342	1,413	150	2,592
Capacity growth			1%	4%	2%	10%	1%	19%

Sources: Company data, Thanachart estimates

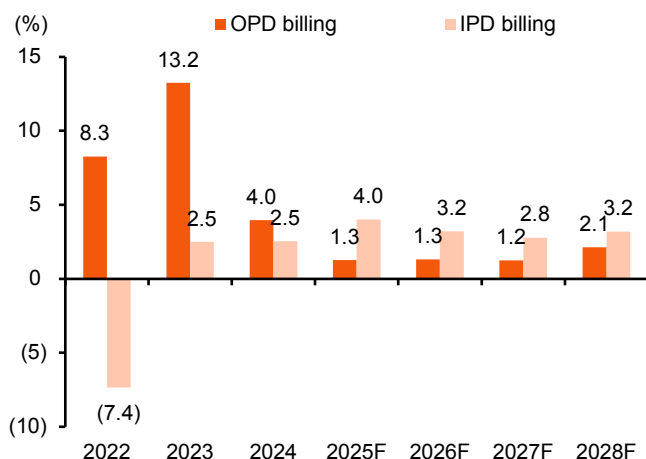
Ex 22: Potential New Players In Thailand's Healthcare Market

Projects	Location	# beds	Opening date
RSU International Hospital	Phetchaburi Road, Bangkok	280	2027
CP Group ^{1/}	Rajdamri Road, Bangkok	391	n.a.

Source: Thanachart compilation

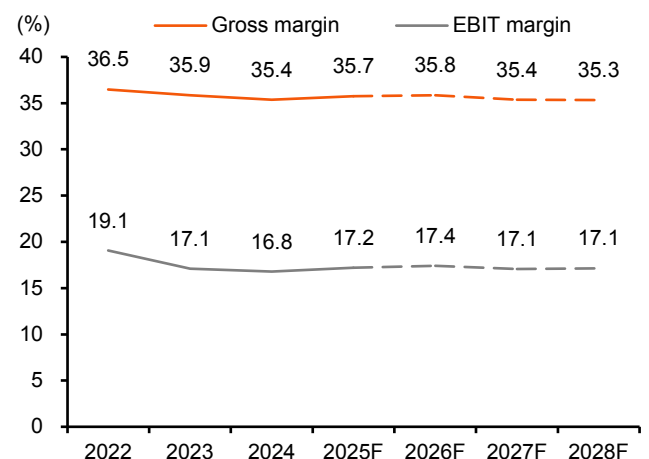
Note: ^{1/} Cooperating with Chulalongkorn Hospital

Ex 23: Average Billing Size Growth



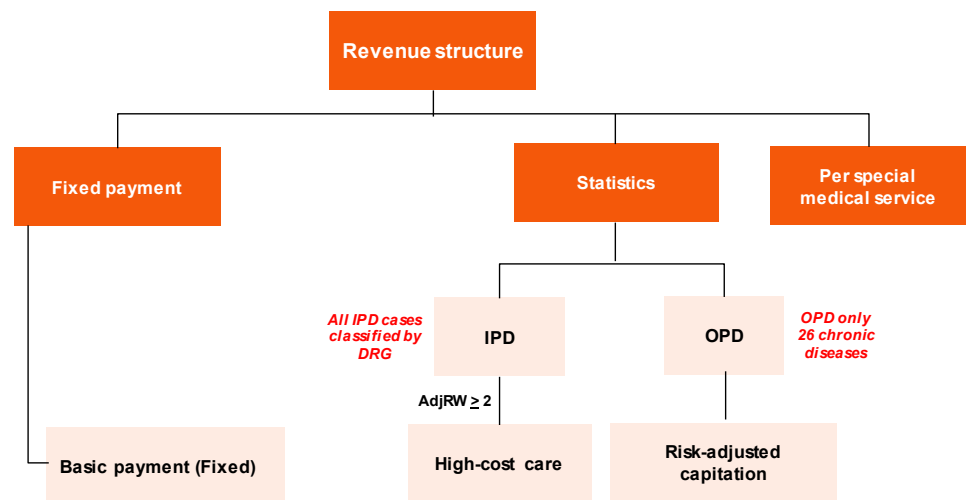
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 24: Sector's Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 25: Payment Categories Under SSS

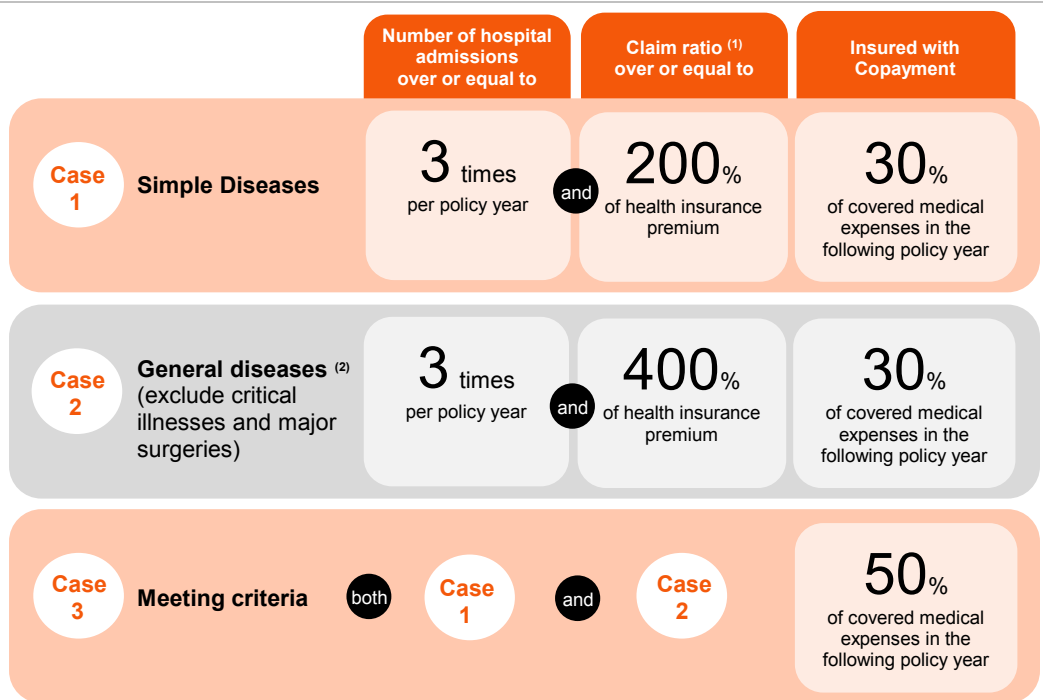


Payment categories	2022	2023	2024	2025	2026-28F
1. Basic capitation (Bt/head/year)	1,640	1,752 ^{1/}	1,808	1,808	1,808
2. High-cost care (Bt/adjusted RW) (IPD case with adj. RW ≥ 2)	11,833	11,200	10,000	12,000	12,000
3. Risk-adjusted capitation (Bt/head/year) (26 chronic diseases for OPD cases)	453	453	453	453	453

Source: Thanachart compilation

Note: ^{1/} SSO increased the basic capitation rate from Bt1,640/head/year to B1,808 in May 2023

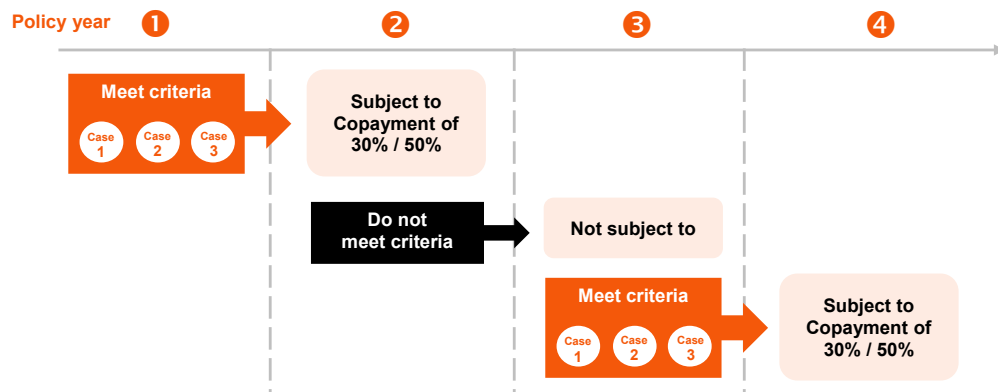
Ex 26: Co-payment Conditions



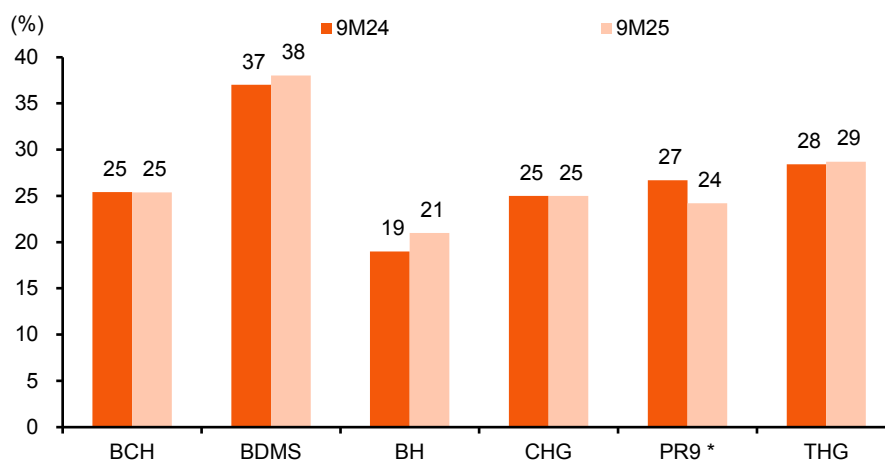
Source: FWD

Note: 1) Claim ratio under that rider

2) Include accidents and Simple Diseases with other complications, which will be considered general illnesses.

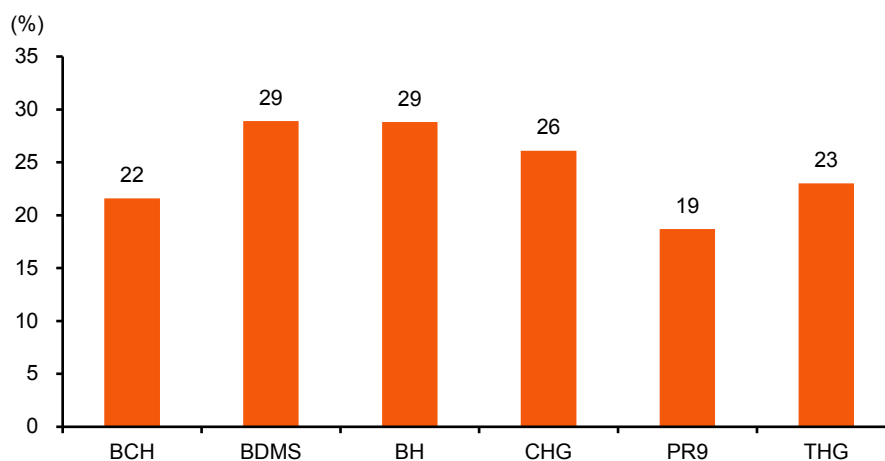
Ex 27: Co-payment Will Be Reviewed Every Policy Year

Source: FWD

Ex 28: Hospitals' Revenue Contribution From Insurance-Paying Payors

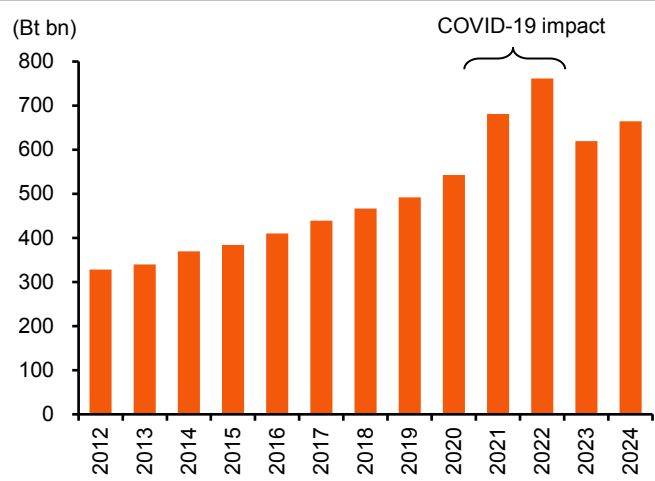
Source: Company data

Note: * The sharp decline in PR9's revenue contribution from insurance-paying payors resulted from a significant increase in contract revenue, along with rising patient flows from the Middle East.

Ex 29: % Drug Costs In Hospital Business' Cost Of Goods Sold In 2024

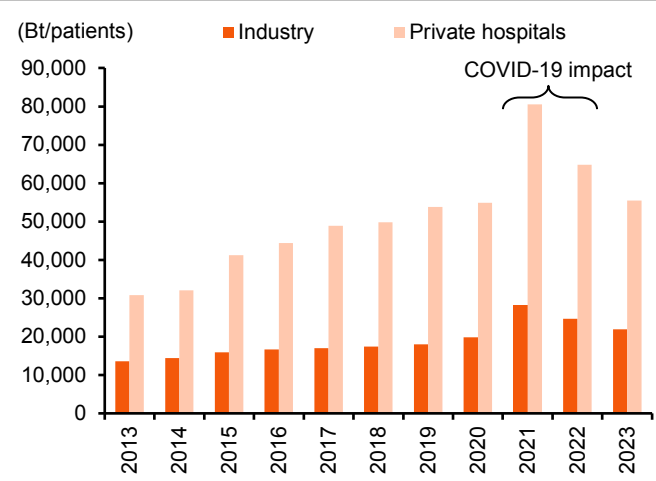
Source: Company data

Ex 30: Rising Public Healthcare Expenditure



Source: NESDB

Ex 31: Average Treatment Cost For Inpatients



Source: Ministry Of Public Health

Ex 32: Sector Valuation Comparison

		BCH	BDMS	BH	CHG	PR9	THG	Sector
Rating		HOLD	BUY	SELL	BUY	BUY	SELL	Neutral
Target price	Thanachart	11.00	26.00	136.00	1.90	26.00	7.20	
	Consensus	13.93	27.57	209.86	2.08	26.91	na	
Consensus rec.	Buy	18	26	20	15	14	0	
	Hold	2	5	7	1	0	0	
	Sell	1	0	0	0	0	1	
Market cap. (US\$ m)		815	9,783	3,897	531	459	517	
Sales (Bt m)	2024A	11,725	103,675	25,634	8,237	4,635	9,479	163,386
	2025F	11,984	107,759	25,237	8,218	5,273	9,182	167,653
	2026F	12,617	114,048	25,905	8,642	5,817	10,080	177,109
	2027F	14,217	121,018	27,348	9,290	6,195	11,078	189,146
Norm profits (Bt m)	2024A	1,221	15,987	7,797	965	713	(110)	26,573
	2025F	1,337	16,622	7,627	960	820	103	27,467
	2026F	1,485	17,631	7,817	1,059	916	298	29,205
	2027F	1,490	18,888	7,850	1,149	994	341	30,711
Sales growth (%)	2024A	(0.0)	6.8	1.3	6.6	10.3	(8.0)	4.5
	2025F	2.2	3.9	(1.6)	(0.2)	13.8	(3.1)	2.6
	2026F	5.3	5.8	2.6	5.2	10.3	9.8	5.6
	2027F	12.7	6.1	5.6	7.5	6.5	9.9	6.8
Norm profit growth (%)	2024A	(13.2)	11.3	11.7	(7.7)	27.8	na	6.3
	2025F	9.5	4.0	(2.2)	(0.6)	15.0	na	3.4
	2026F	11.1	6.1	2.5	10.3	11.8	189.8	6.3
	2027F	0.3	7.1	0.4	8.5	8.5	14.6	5.2
Gross margin (%)	2024A	27.3	34.3	51.2	26.3	34.3	22.2	35.4
	2025F	28.3	34.5	51.9	28.4	36.7	22.4	35.7
	2026F	29.0	34.6	52.1	29.0	37.0	21.9	35.8
	2027F	27.0	34.7	50.1	28.8	37.2	21.7	35.4
SG&A/Sales (%)	2024A	13.6	20.1	16.3	13.7	18.1	19.1	18.6
	2025F	13.1	19.8	16.8	13.8	19.8	18.6	18.5
	2026F	12.9	19.7	16.7	13.6	19.6	18.5	18.4
	2027F	12.8	19.6	16.8	13.4	19.5	18.1	18.3
Net margin (%)	2024A	11.5	15.9	30.6	12.1	15.4	(3.1)	16.3
	2025F	12.2	15.9	30.4	12.3	15.5	(0.5)	16.4
	2026F	13.0	15.9	30.4	12.8	15.7	1.2	16.5
	2027F	11.7	16.0	28.9	12.8	16.0	1.5	16.2
ROE (%)	2024A	9.6	16.4	30.4	12.7	13.6	na	16.9
	2025F	10.2	16.3	26.1	12.3	14.4	1.0	16.3
	2026F	11.0	16.5	23.8	13.2	14.8	2.2	16.1
	2027F	10.7	16.9	21.5	13.8	14.8	2.4	16.1
Norm PE (x)	2024A	21.0	19.3	17.1	17.3	20.3	na	29.1
	2025F	19.2	18.5	17.5	17.4	17.7	113.6	18.6
	2026F	17.3	17.5	17.1	15.8	15.8	54.7	17.6
	2027F	17.2	16.3	17.0	14.6	14.6	47.8	16.8
Dividend yield (%)	2024A	3.9	3.9	3.0	4.6	2.2	0.0	2.3
	2025F	4.0	4.0	3.1	4.6	2.8	0.4	3.7
	2026F	4.3	4.3	3.2	5.1	3.5	1.0	3.9
	2027F	4.3	4.6	3.2	5.5	4.1	1.3	4.1
Net D/E (x)	2024A	(0.0)	0.0	(0.4)	(0.1)	(0.4)	1.1	(0.0)
	2025F	(0.0)	0.0	(0.4)	(0.1)	(0.4)	0.1	(0.1)
	2026F	(0.0)	0.0	(0.3)	(0.1)	(0.4)	0.1	(0.1)
	2027F	(0.1)	0.0	(0.4)	(0.1)	(0.4)	0.0	(0.1)

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 33: 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	5.9	28.3	26.7	1.7	1.6	9.4	9.0	2.3	2.4
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	13.5	8.6	9.5	8.7	0.8	0.7	10.3	9.8	4.4	4.8
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	(41.9)	21.6	14.7	12.1	1.2	1.2	13.6	11.5	3.6	4.2
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	(0.9)	31.5	73.9	56.2	13.1	10.8	36.6	30.1	0.2	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	6.7	34.7	83.7	62.2	8.3	6.9	45.5	33.8	0.1	0.1
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	(6.3)	13.2	35.3	31.2	4.3	4.1	15.4	14.5	1.6	1.7
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	(27.1)	12.3	38.8	34.6	2.4	2.3	16.0	14.4	1.2	1.3
Ryman	RYM NZ	New Zealand	na	na	14.3	54.6	0.5	0.7	16.6	37.6	0.0	0.0
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	10.4	8.1	27.6	25.5	1.8	1.8	12.4	11.6	2.8	2.6
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	9.5	11.1	19.2	17.3	1.9	1.9	8.7	8.2	4.0	4.3
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	4.0	6.1	18.5	17.5	3.0	2.8	13.7	12.9	4.0	4.3
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	(2.2)	2.5	17.5	17.1	4.3	3.9	12.3	11.8	3.1	3.2
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	(0.6)	10.3	17.4	15.8	2.1	2.0	9.2	8.6	4.6	5.1
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	15.0	11.8	17.7	15.8	2.4	2.2	10.1	8.7	2.8	3.5
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	na	107.6	113.6	54.7	1.2	1.2	8.6	11.2	0.4	1.0
Average			(1.7)	20.4	35.3	30.0	3.3	2.9	15.9	15.6	2.3	2.6

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 8 January 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	(0.6)	(3.9)	(9.7)	(0.5)	—	—	—	—
Healthcare	1.1	(6.1)	(23.2)	0.0	1.7	(2.2)	(13.5)	0.5
BCH TB	4.0	(18.9)	(33.1)	(1.0)	4.7	(15.0)	(23.5)	(0.5)
BDMS TB	2.6	(3.0)	(19.2)	0.5	3.3	0.9	(9.5)	1.0
BH TB	(3.4)	(10.2)	(20.8)	(1.9)	(2.8)	(6.2)	(11.1)	(1.4)
CHG TB	(1.3)	(3.2)	(36.1)	1.3	(0.7)	0.7	(26.5)	1.8
PR9 TB	(2.1)	(20.3)	(28.5)	(1.6)	(1.5)	(16.4)	(18.9)	(1.1)
THG TB	7.7	28.2	(25.9)	6.4	8.3	32.1	(16.2)	6.9

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราค่ารักษาพยาบาลที่ต่ำกว่าในต่างประเทศ และมีคุณภาพการรักษายาบาลที่สูงสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์
- มีเครือข่ายที่แข็งแกร่ง
- มีเครื่องมือทางการแพทย์ที่ทันสมัยและแพทย์ที่มีความเชี่ยวชาญ
- คุณภาพการให้บริการและเครือข่ายที่แข็งแกร่ง
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง และมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ

O — Opportunity

- การเปลี่ยนแปลงแนวโน้มด้านประชากรศาสตร์ของไทยและทั่วโลกไปสู่สังคมผู้สูงอายุ
- โอกาสในต่างจังหวัด
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกส่งผลให้หันมาใช้บริการจากประเทศไทย
- การระบาดของโควิด-19

W — Weakness

- ราคาที่ดินและการก่อสร้างเพิ่มสูงขึ้น
- มีบุคลากรทางการแพทย์จำกัด

T — Threat

- การแข่งขันทางการบริการทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้น
- เศรษฐกิจในประเทศที่ชะลอตัว
- ภัยธรรมชาติ
- ผลกระทบจากการระบาดของโควิด-19

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)
Australia	na	5.9	28.3	26.7	1.7	1.6	9.4	9.0	2.3	2.4
Hong Kong	(14.2)	15.1	12.1	10.4	1.0	0.9	11.9	10.7	4.0	4.5
India	2.9	33.1	78.8	59.2	10.7	8.9	41.0	32.0	0.2	0.2
Malaysia	(16.7)	12.7	37.0	32.9	3.3	3.2	15.7	14.5	1.4	1.5
New Zealand	na	na	14.3	54.6	0.5	0.7	16.6	37.6	0.0	0.0
Singapore	10.4	8.1	27.6	25.5	1.8	1.8	12.4	11.6	2.8	2.6
Thailand	5.1	24.9	34.0	23.0	2.5	2.3	10.4	10.3	3.2	3.6
Average	(2.5)	16.6	33.1	33.2	3.1	2.8	16.8	17.9	2.0	2.1
BCH TB *	9.5	11.1	19.2	17.3	1.9	1.9	8.7	8.2	4.0	4.3
BDMS TB *	4.0	6.1	18.5	17.5	3.0	2.8	13.7	12.9	4.0	4.3
BH TB *	(2.2)	2.5	17.5	17.1	4.3	3.9	12.3	11.8	3.1	3.2
CHG TB *	(0.6)	10.3	17.4	15.8	2.1	2.0	9.2	8.6	4.6	5.1
PR9 TB *	15.0	11.8	17.7	15.8	2.4	2.2	10.1	8.7	2.8	3.5
THG TB *	na	107.6	113.6	54.7	1.2	1.2	8.6	11.2	0.4	1.0
Average	5.1	24.9	34.0	23.0	2.5	2.3	10.4	10.3	3.2	3.6

Sources: Bloomberg Consensus

Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

HOLD (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 11.00

Upside : 6.8%

(From: Bt 19.00)

9 JANUARY 2026

Small Cap Research

Bangkok Chain Hospital (BCH TB)

แรงกดดันใหม่เริ่มเข้ามาในไม่ช้า

เราปรับลดคำแนะนำ BCH เป็น “ถือ” จากการเติบโตของกำไรที่อ่อนแอ โดย EPS คาดว่าเติบโตเฉลี่ยที่ 5.7% ในปี 2026–27F กดดันโดยผลขาดทุนของ 2 โรงพยาบาลใหม่ในสมุทรปราการ และระยอง และต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการขยายธุรกิจ ที่ 17.3 เท่า PE ในปี 2026F เรามองว่า BCH เต็มมูลค่า



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

การเติบโตมีแนวโน้มอ่อนแอ ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ” บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล “แนวโน้มค่อนข้างซบเซา” วันที่ 9 มกราคม 2026 โดยเราปรับลดคำแนะนำ BCH เป็น “ถือ” จาก “ซื้อ” เนื่องจาก 1) เรามองว่าความไม่แน่นอนของจำนวนผู้ป่วยต่างชาติของ BCH เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากตลาดตะวันออกกลาง และกลุ่ม CLMV จากนโยบายควบคุมต้นทุนของภาครัฐ การแข่งขันที่รุนแรงขึ้น และความขัดแย้งบริเวณชายแดนไทย-กัมพูชา 2) กำไรยังมีแนวโน้มเผชิญแรงกดดันจากผลขาดทุนของโรงพยาบาลใหม่ 2 แห่ง ซึ่งจะเริ่มส่งผลในปี 2027F 3) ด้วยอัตราการเติบโตของ EPS เฉลี่ย 5.7% ต่อปี ในปี 2026–27F เรามองว่า BCH มีมูลค่าเหมาะสมแล้วสำหรับหุ้นโรงพยาบาลที่ PE ที่ 17.3 เท่า ในปี 2026F ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เราได้ปรับลดกำไรลง 4–9% ในปี 2025–28F เพื่อสะท้อนรายได้จากผู้ป่วยเงินสดที่อ่อนแอ และการเปิดดำเนินการของโรงพยาบาลระยองที่เร็วกว่าคาด นอกจากนี้ เรายังปรับเพิ่มสมมติฐานเบต้าเป็น 0.77 (จาก 0.55) และปรับลดราคาเป้าหมายลงมาอยู่ที่ 11.0 บาท (จาก 19.0 บาท)

แรงกดดันต่อกำไรจากโรงพยาบาลใหม่

เราคาดว่ากำไรเติบโตของ EPS ของ BCH อยู่ที่ 11/10% ในปี 2026–27F BCH มีแผนเปิดโรงพยาบาลเกษมราษฎร์ (KH) สุวรรณภูมิ ขนาด 270 เตียง ในสมุทรปราการ และ KH ระยอง ขนาด 268 เตียง ในปี 2027 นอกจากนี้ บริษัทจะเปิดอาคารใหม่ 18 เตียง ที่ KH แม่สาย ในปี 2026 และอาคาร 120 เตียง ที่ KH รามคำแหง ในปี 2027 เราคาดว่าต้นทุนการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้นตามการขยายตัวเหล่านี้ ขณะที่โรงพยาบาลใหม่ที่สมุทรปราการและระยองน่าจะขาดทุนในช่วงปีแรกของการดำเนินงาน

ผู้ป่วยต่างชาติมีแนวโน้มไม่แน่นอน

ใน 9M25 รายได้ของ BCH จากผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติลดลง 1% และ 10% y-y ตามลำดับ รายได้จากผู้ป่วยชาวไทยถูกกดดันจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และผลกระทบที่ล่าช้าของโรคตามฤดูกาล ที่เดิมควรเกิดในไตรมาส 3 แต่เลื่อนมาเป็นไตรมาส 4 ขณะเดียวกัน การลดลงของรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติมาจากจำนวนผู้ป่วยจากตะวันออกกลางและกัมพูชาที่ลดลง โดยผู้ป่วยต่างชาติคิดเป็น 13% ของรายได้รวมใน 9M25 ลดลงจาก 17% ในปี 2023 ความกังวลหลัก ได้แก่ การจัดสรรงบประมาณด้านการรักษาพยาบาลของต่างประเทศที่เข้มงวดขึ้น โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันอ่อนตัว และการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจากโรงพยาบาลอื่นๆ ที่ขยายฐานผู้ป่วยต่างชาติอย่างจริงจัง

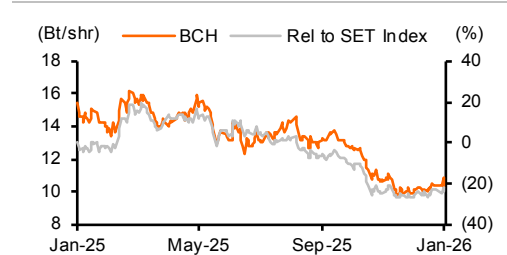
ความเสี่ยงจากประกันสังคมต่อกำไรลดลง

สำนักงานประกันสังคม (SSO) ยังไม่ได้ประกาศการรับประกันอัตราการชำระเงินคืน (reimbursement rates) สำหรับบริการรักษาพยาบาลที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW \geq 2) ในปี 2026 อย่างไรก็ตาม หลังจากที่มีคณะกรรมการเตรียมการปรับเพดานค่าจ้างสำหรับการจ่ายเงินสมทบของ SSO ตามมาตรา 33 มีผลตั้งแต่ 1 มกราคม 2026 เรามองว่า จำนวนเงินสมทบที่สูงขึ้นจะช่วยเหลือสถานะทางการเงินของ SSO และลดความเสี่ยงในการชำระเงิน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	11,725	11,984	12,617	14,217
Net profit	1,282	1,372	1,485	1,490
Consensus NP	—	1,430	1,557	1,641
Diff frm cons (%)	—	(4.1)	(4.6)	(9.2)
Norm profit	1,221	1,337	1,485	1,490
Prev. Norm profit	—	1,425	1,566	1,632
Chg frm prev (%)	—	(6.2)	(5.2)	(8.8)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.6
Norm EPS grw (%)	(13.2)	9.5	11.1	0.3
Norm PE (x)	21.0	19.2	17.3	17.2
EV/EBITDA (x)	9.7	8.7	8.2	7.7
P/BV (x)	2.0	1.9	1.9	1.8
Div yield (%)	3.9	4.0	4.3	4.3
ROE (%)	9.6	10.2	11.0	10.7
Net D/E (%)	(3.6)	(4.2)	(2.6)	(7.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jan-26 (Bt)	10.30
Market Cap (US\$ m)	815.0
Listed Shares (m shares)	2,493.7
Free Float (%)	50.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.3
12M Price H/L (Bt)	16.20/9.80
Sector	Health Care
Major Shareholder	Harnphanich Family 50%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P18

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
# of OPD cash patients (People)						
- New	1,097,360	1,069,145	1,038,682	1,083,101	1,346,441	1,466,174
- Old			1,063,357	1,104,651	1,215,745	1,365,091
- Change (%)			(2.3)	(2.0)	10.8	7.4
# of IPD cash patients (People)						
- New	48,726	46,087	41,453	42,825	49,361	52,629
- Old			45,065	46,339	48,998	54,094
- Change (%)			(8.0)	(7.6)	0.7	(2.7)
Revenue from cash patients (Bt m)						
- New	7,977	7,930	7,770	8,255	9,724	10,625
- Old			8,327	8,800	9,530	10,443
- Change (%)			(6.7)	(6.2)	2.0	1.7
Loss from new hospitals (Bt m)						
- New	(293)	(196)	(194)	(140)	(281)	(152)
- Old			(161)	(108)	(66)	(65)
- Change (%)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gross profit margin (%)						
- New	30.8	27.3	28.3	29.0	27.0	27.6
- Old			28.4	28.9	28.5	28.2
- Change (ppt)			(0.1)	0.0	(1.4)	(0.6)
Normalized profit (Bt m)						
- New	1,406	1,221	1,337	1,485	1,490	1,699
- Old			1,425	1,566	1,632	1,771
- Change (%)			(6.2)	(5.2)	(8.8)	(4.1)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	3,088	3,183	3,454	3,719	3,980	4,240	4,502	4,770	5,050	5,339	5,681	3,088	—
Free cash flow	800	1,964	2,212	2,425	2,635	2,842	3,046	3,254	3,471	3,694	2,016	800	29,557
PV of free cash flow	798	1,655	1,710	1,721	1,716	1,698	1,670	1,638	1,603	1,566	784	798	11,498
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.8												
WACC (%)	9.0												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	28,058												
Net debt (end-2025F)	(613)												
Minority interest	1,204												
Equity value	27,467												
# of shares (m)	2,494												
Equity value/share (Bt)	11.0												

Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

BCH ดำเนินกิจการโรงพยาบาลจำนวน 16 แห่ง ทั้งในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัด โดยมีจำนวนเตียงที่ให้บริการทั้งหมด 2,323 เตียง ณ สิ้น 3Q25 ขณะที่ผู้ป่วยที่มาใช้บริการแบ่งออกเป็น 1) ผู้ป่วยเงินสด (รวม-ข้าราชการพลเรือน) และ 2) ผู้ป่วยภายใต้แผนการประกันสังคม บริษัทฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2004

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้บริหารมีประสบการณ์ในธุรกิจโรงพยาบาลสูง โดยเฉพาะตลาดระดับกลาง และโครงการสุขภาพของภาครัฐ
- มีรายได้มาจากหลายทาง

O — Opportunity

- อุปทานโรงพยาบาลรัฐที่จำกัด
- การขยายขีดความสามารถในการให้บริการเพื่อหนุนความต้องการด้านการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้นในอนาคต
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- จำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การแพร่ระบาดของโควิด

CONSENSUS COMPARISON

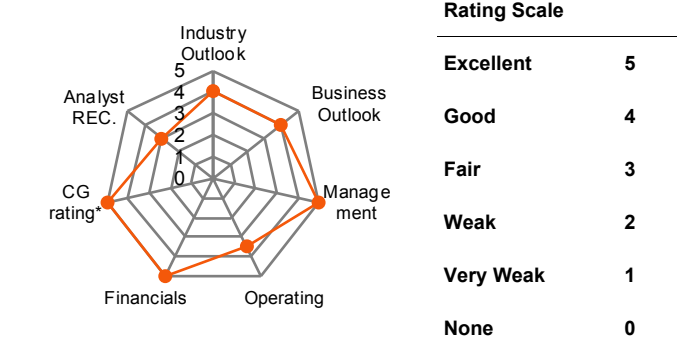
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	13.93	11.00	-21%
Net profit 25F (Bt m)	1,430	1,372	-4%
Net profit 26F (Bt m)	1,557	1,485	-5%
Consensus REC	BUY: 18	HOLD: 2	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายและกำไรของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีความกังวลต่อการเติบโตของผู้ป่วยต่างชาติในระยะยาวมากกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- BCH เป็นที่รู้จักในอุตสาหกรรมว่าเป็นโรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการแก่โครงการสุขภาพของภาครัฐที่ใหญ่ที่สุด ซึ่งอาจจะเป็นอุปสรรคต่อ BCH ในการขยายเข้าสู่ฐานลูกค้าใหม่ที่เป็นกลุ่ม high end

T — Threat

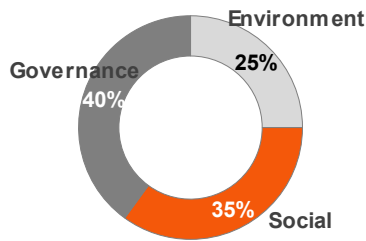
- ผู้เล่นรายใหญ่และเป็นที่รู้จักอย่าง BDMS เข้ามายังตลาดระดับกลาง
- เศรษฐกิจที่ชะลอตัว
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- ผลกระทบจากโควิด-19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

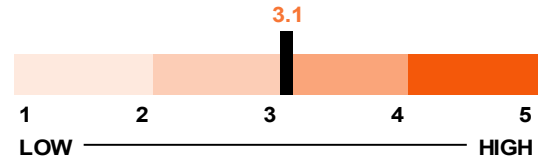
- หากกลยุทธ์ของ BCH สามารถกระตุ้นรายได้จากลูกค้าเงินสดได้ไม่ใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากมีผู้ป่วยภายใต้ประกันสังคมของ BCH ต่ำหรือสูงกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากโรงพยาบาลใหม่ของ BCH พ้นตัวช้าหรือเร็วกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากมีการแข่งขันมากกว่าหรือน้อยกว่า จากผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนที่มีอยู่และ/หรือผู้มาใหม่ในตลาดในประเทศไทย จะถือเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

ESG Weighting



Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BCH	YES	AA	-	BBB	-	60.44	35.00	-	5.0

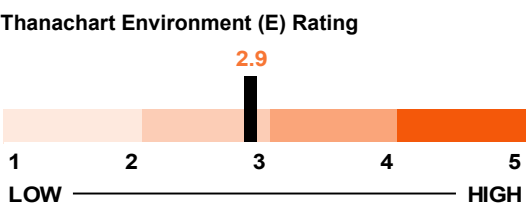
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- BCH เป็นหนึ่งใน 5 เครือโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย เนื่องจากลักษณะธุรกิจของบริษัท จึงปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับค่อนข้างต่ำ คะแนน ESG ของ BCH อยู่ที่ 3.1 ซึ่งถือว่าดีและสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม โดยบริษัทได้คะแนนสูงสุดในมิติด้านสังคม (Social)
- BCH สามารถมองได้ว่าเป็นหุ้น defensive ESG play มากกว่าการเป็นผู้นำด้าน ESG ธุรกิจโรงพยาบาลของบริษัทสอดคล้องกับประเด็นด้านสังคมเป็นอย่างดี และมีความเสี่ยงด้านการกำกับดูแลกิจการค่อนข้างต่ำ แต่ความมุ่งมั่นด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) อยู่ในระดับปานกลาง และการดำเนินงานด้านไอทีและพัฒนาพนักงานยังอ่อนแอ ส่งผลให้คะแนน ESG ถูกจำกัด โดยรวมแล้ว BCH ให้ความสำคัญด้าน ESG มากกว่าการสร้างผลตอบแทนเชิงบวกจาก ESG เมื่อเทียบกับคู่แข่ง
- แม้คะแนนด้านสังคมของ BCH จะสูงกว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมและการกำกับดูแลกิจการ แต่เราพบประเด็นสำคัญที่น่าเป็นห่วงอยู่หลายประเด็น รวมถึงรูปแบบธุรกิจที่มีแรงงานในระดับสูง การลงทุนด้านไอทีที่ยังไม่สูง และการพัฒนาบุคลากรที่ยังมีประสิทธิภาพไม่มากนัก
- บริษัทไม่มีข้อขัดแย้งด้านการกำกับดูแลที่สำคัญ ปฏิบัติตามมาตรฐานด้านกฎระเบียบ และมีคณะกรรมการหลักของบริษัทอยู่ครบถ้วน ซึ่งเป็นรากฐานการกำกับดูแลที่มั่นคงและมีความเสี่ยงต่ำ ในมุมมองของเรา สิ่งนี้สนับสนุนความต่อเนื่องทางธุรกิจและความเชื่อมั่นของนักลงทุน แม้ว่าการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลจะยังเป็นไปในแนวทางปฏิบัติตามข้อกำหนด (compliance-driven) มากกว่าการเป็นมาตรฐานชั้นนำ (best-in-class)
- ข้อกังวลด้าน ESG สำหรับ BCH คือความไม่แน่นอนเกี่ยวกับอัตราการจัดสรรของโครงการประกันสังคม และความเสี่ยงของการมีเงินไม่พอจ่าย เราเชื่อว่าความเสี่ยงทางธุรกิจนี้อาจส่งผลกระทบต่อคะแนน ESG และราคาหุ้นของ BCH

BCH's Environmental score of 2.9 is moderate and in line with peers, reflecting adequate compliance and disclosure. BCH has made progress through solar rooftop installations and conservation initiatives, but modest energy and water targets. Waste management is relatively strong.

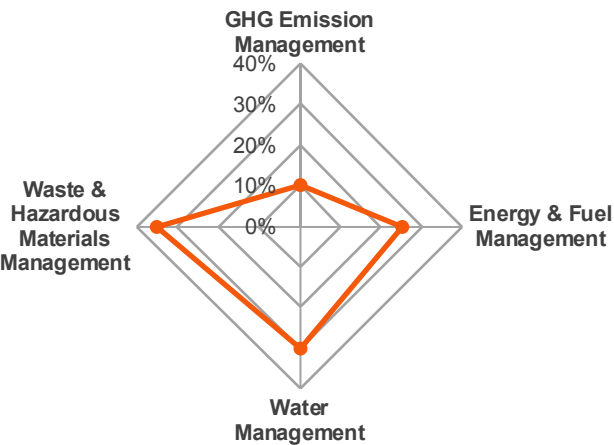


ENVIRONMENT

Our Comments

- GHG Emission Management
- Energy & Fuel Management
- Water Management
- Waste & Hazardous Materials Management

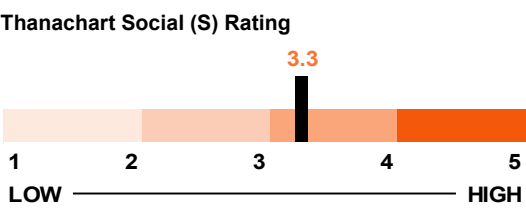
SCALE WEIGHTING



- BCH's Environmental (E) score is 2.9, broadly in line with the peer average. This reflects the company's established environmental policies and disclosures, but not an outstanding position compared to peers. In our view, BCH's E profile is adequate and compliant, but still leaves room for improvement if the company aims to be viewed as a stronger ESG name.
- BCH targets a 0.3% reduction in electricity consumption by 2027 from a 2024 baseline and continues to implement energy conservation measures annually. Key actions include installing solar cells on hospital and car park rooftops at four hospitals (Aranyaprathet, Prachinburi, Saraburi, and Chiang Rai), with solar systems currently being installed at five additional hospitals. We view the expansion of solar rooftops positively as it shows tangible execution, although the reduction target remains modest compared with ESG leaders.
- The company aims to reduce water usage by 0.3% by 2027, supported by water-saving campaigns, efficient equipment installation, and wastewater monitoring. BCH acknowledges climate-related water risks and has put in place basic conservation practices across its hospital network. From our perspective, water management is well controlled operationally, but the low reduction target limits the potential upside to BCH's environmental score.
- BCH has set a clearer target to reduce waste by 5% by 2027, focusing on systematic waste segregation, recycling, and compliance with healthcare waste standards. These actions are supported by ongoing staff engagement and circular economic measures. We see waste management as one of BCH's relatively stronger environmental areas, with more concrete actions and clearer improvement potential than energy and water.
- BCH continues its policy to reduce plastic bag usage by campaigning for patients to switch to cloth bags, aiming to lower carbon dioxide emissions and raise environmental awareness. These measures complement the broader waste reduction strategy. While positive from a behavioral and reputational standpoint, we believe clearer metrics on plastic reduction would help strengthen the credibility and measurable impact of these efforts.

Sources: Thanachart, Company data

We assign BCH a decent Social score of 3.3, though it is below the sector average of 3.6, reflecting solid patient safety standards and acceptable labor practices, but weaker performance in IT implementation, staff training, and brand positioning compared with higher-end peers.



SOCIAL

Our Comments

- Human Rights & Community Relations
- Access & Affordability
- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Product Quality & Safety
- Fair Product Marketing & Labelling
- Operational Risk Management
- Health, Safety & Well-being
- Recruitment, Development & Retention

SCALE WEIGHTING

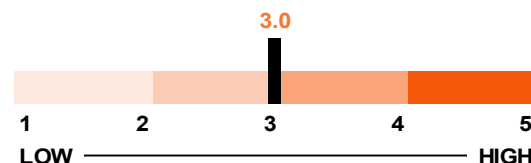


Sources: Thanachart, Company data

- BCH's Social (S) score is 3.3, below the sector average of 3.6, despite being one of Thailand's five largest hospital chains with 16 hospitals. We observe that BCH places less emphasis on brand promotion, lags peers in IT system implementation, and offers fewer staff training programs than higher-end hospitals. In our view, this limits BCH's ability to leverage its scale fully and weakens its relative Social positioning versus peers.
- BCH is committed to delivering high-quality healthcare services and maintaining strong patient safety standards. The group has received accreditations from the Institute for Hospital Quality Improvement, Hospital Accreditation (HA) and Joint Commission International (JCI), and targets a customer satisfaction rate of at least 80% by 2025. We view these certifications positively, as they support service credibility, although BCH's quality framework appears more focused on compliance than differentiation. We still see room for improvement.
- BCH aims to maintain smooth hospital operations through standard procedures and basic IT support systems. However, we observe that BCH lags behind some peers in adopting advanced hospital IT systems and digital solutions. In our view, improving operational efficiency through stronger IT implementation would help enhance service quality, reduce staff workload, and support a better patient experience over the long term.
- BCH actively monitors occupational health and safety through regular surveys and continuous review of statistics on serious injuries and illnesses. Preventive communication is used to reduce workplace accidents, with a stated target of zero work-related injuries. We see this as a necessary and positive practice, although more detailed disclosure on safety performance trends would enhance transparency and credibility.
- BCH aims to provide fair working conditions, pay, and social protection to support workforce stability. While it meets acceptable labor standards, we see room to improve structured training and career development to better attract and retain skilled staff amid industry-wide labor shortages.

We assign BCH a decent Governance score of 3.0, above the sector average of 2.8, supported by the absence of major governance issues and the presence of key board committees. However, limited board independence keeps governance more compliance-driven than best-in-class, in our view.

Thanachart Governance (G) Rating



GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure
- Audit committee
- Remuneration
- Ethics & Compliance
- Risk Committee

- BCH's Governance (G) score is 3.0, above the sector average of 2.8, mainly because the company has no significant corporate governance controversies. BCH follows basic governance standards and regulatory requirements. In our view, BCH's governance framework is sound and stable, supporting business continuity, although it remains more compliant than best-in-class.
- We view BCH as the largest private hospital operator serving the Social Security Scheme (SSS), with a primary focus on the mid-tier market. However, BCH has been expanding into the high-end segment by opening the World Medical Center and upgrading several hospitals under the Kasemrad brand to the Kasemrad International brand to better serve high-income and international patients. In addition, the company has expanded its footprint in Laos to capture rising healthcare demand in the CLMV market. We believe this strategy will strengthen BCH's business model over the long term.
- BCH aims to continuously improve service efficiency and medical service quality by investing in skilled medical personnel, modern equipment, and specialized centers to deliver integrated healthcare services. These actions reflect management's focus on operational effectiveness and service standards. We see strong execution at the operational level supports governance credibility.
- In our view, BCH does not have an ideal board structure. The board chairman represents major shareholders (the Harnpanich family), which limits board independence. Of the 12 directors, only four are independent, below the ideal ratio of two-thirds, and three directors are female. While this structure is acceptable, we believe higher board independence would improve governance balance, oversight quality, and investor confidence over the long term.
- BCH has established key governance committees, including an audit committee, a remuneration committee, and a risk management committee. These committees support internal controls, financial transparency, and risk oversight. We view this structure positively, as it provides a basic but effective governance framework, although stronger disclosure on committee actions and outcomes would further enhance transparency.

SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Slow revenue growth in
2025F due to falling cash
patient revenue

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	11,729	11,725	11,984	12,617	14,217
Cost of sales	8,116	8,527	8,591	8,964	10,375
Gross profit	3,613	3,199	3,393	3,654	3,842
% gross margin	30.8%	27.3%	28.3%	29.0%	27.0%
Selling & administration expenses	1,755	1,595	1,566	1,630	1,825
Operating profit	1,859	1,604	1,826	2,023	2,017
% operating margin	15.8%	13.7%	15.2%	16.0%	14.2%
Depreciation & amortization	944	998	1,052	1,064	1,166
EBITDA	2,802	2,602	2,878	3,088	3,183
% EBITDA margin	23.9%	22.2%	24.0%	24.5%	22.4%
Non-operating income	119	121	102	103	108
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(95)	(55)	(44)	(30)	(43)
Pre-tax profit	1,882	1,670	1,884	2,096	2,082
Income tax	405	326	417	451	416
After-tax profit	1,478	1,344	1,467	1,645	1,666
% net margin	12.6%	11.5%	12.2%	13.0%	11.7%
Shares in affiliates' Earnings	1	(1)	2	2	2
Minority interests	(73)	(123)	(132)	(162)	(178)
Extraordinary items	0	62	35	0	0
NET PROFIT	1,406	1,282	1,372	1,485	1,490
Normalized profit	1,406	1,221	1,337	1,485	1,490
EPS (Bt)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6

BALANCE SHEET

Planning to add two new
hospitals in 2027

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	4,843	3,773	3,729	3,849	4,870
Cash & cash equivalent	2,185	1,382	1,400	1,400	2,100
Account receivables	2,239	1,967	1,904	2,005	2,259
Inventories	306	331	330	344	398
Others	113	93	95	100	113
Investments & loans	27	89	89	89	89
Net fixed assets	11,728	12,317	12,487	13,283	12,837
Other assets	1,133	1,197	1,223	1,288	1,451
Total assets	17,731	17,375	17,528	18,508	19,246
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,505	2,878	2,591	2,927	3,115
Account payables	778	798	730	761	881
Bank overdraft & ST loans	81	573	512	652	576
Current LT debt	1,159	52	69	88	78
Others current liabilities	1,487	1,456	1,281	1,425	1,581
Total LT debt	324	253	207	263	233
Others LT liabilities	197	216	213	224	253
Total liabilities	4,026	3,348	3,010	3,414	3,601
Minority interest	1,110	1,072	1,204	1,366	1,544
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Share premium	645	645	645	645	645
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(192)	(191)	(191)	(191)	(191)
Retained earnings	9,648	10,008	10,366	10,780	11,154
Shareholders' equity	12,594	12,955	13,314	13,728	14,102
Liabilities & equity	17,731	17,375	17,528	18,508	19,246

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Strong cash inflow
stream*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,882	1,670	1,884	2,096	2,082
Tax paid	(304)	(363)	(490)	(408)	(426)
Depreciation & amortization	944	998	1,052	1,064	1,166
Chg In working capital	1,552	267	(4)	(83)	(188)
Chg In other CA & CL / minorities	(116)	(137)	(103)	89	154
Cash flow from operations	3,959	2,435	2,339	2,758	2,788
Capex	(842)	(1,587)	(1,222)	(1,860)	(720)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	4	(61)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(11)	17	5	(43)	(135)
Cash flow from investments	(850)	(1,631)	(1,217)	(1,903)	(855)
Debt financing	(2,306)	(686)	(91)	216	(117)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,247)	(923)	(1,013)	(1,071)	(1,115)
Warrants & other surplus	(10)	2	0	0	0
Cash flow from financing	(3,563)	(1,607)	(1,104)	(855)	(1,233)
Free cash flow	3,116	848	1,117	898	2,068

VALUATION

*Trading at fair value, in
our view*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	18.3	21.0	19.2	17.3	17.2
Normalized PE - at target price (x)	19.5	22.5	20.5	18.5	18.4
PE (x)	18.3	20.0	18.7	17.3	17.2
PE - at target price (x)	19.5	21.4	20.0	18.5	18.4
EV/EBITDA (x)	8.9	9.7	8.7	8.2	7.7
EV/EBITDA - at target price (x)	9.6	10.3	9.3	8.8	8.2
P/BV (x)	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8
P/BV - at target price (x)	2.2	2.1	2.1	2.0	1.9
P/CFO (x)	6.5	10.5	11.0	9.3	9.2
Price/sales (x)	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8
Dividend yield (%)	3.4	3.9	4.0	4.3	4.3
FCF Yield (%)	12.1	3.3	4.3	3.5	8.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
EPS	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
DPS	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
BV/share	5.1	5.2	5.3	5.5	5.7
CFO/share	1.6	1.0	0.9	1.1	1.1
FCF/share	1.2	0.3	0.4	0.4	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Losses from new
hospitals set to hurt
earnings*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(37.7)	(0.0)	2.2	5.3	12.7
Net profit (%)	(53.7)	(8.8)	7.0	8.3	0.3
EPS (%)	(53.7)	(8.8)	7.0	8.3	0.3
Normalized profit (%)	(64.3)	(13.2)	9.5	11.1	0.3
Normalized EPS (%)	(64.3)	(13.2)	9.5	11.1	0.3
Dividend payout ratio (%)	62.1	77.8	75.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	30.8	27.3	28.3	29.0	27.0
Operating margin (%)	15.8	13.7	15.2	16.0	14.2
EBITDA margin (%)	23.9	22.2	24.0	24.5	22.4
Net margin (%)	12.6	11.5	12.2	13.0	11.7
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	19.5	29.4	41.3	67.0	47.4
Interest coverage - EBITDA (x)	29.4	47.7	65.1	102.2	74.9
ROA - using norm profit (%)	7.5	7.0	7.7	8.2	7.9
ROE - using norm profit (%)	11.2	9.6	10.2	11.0	10.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.8	10.5	11.2	12.2	12.0
- asset turnover (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
- operating margin (%)	16.9	14.7	16.1	16.8	14.9
- leverage (x)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.4
- interest burden (%)	95.2	96.8	97.7	98.6	98.0
- tax burden (%)	78.5	80.5	77.9	78.5	80.0
WACC (%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	10.7	10.8	11.4	12.5	12.1
NOPAT (Bt m)	1,459	1,291	1,422	1,588	1,614
invested capital (Bt m)	11,972	12,451	12,701	13,331	12,888

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 26.00 (Unchanged)

Upside : 34.0%

9 JANUARY 2026

Bangkok Dusit Medical (BDMS TB)

ผลตอบแทนสม่ำเสมอ

เราคาดว่า BDMS จะให้ผลตอบแทนรวม 10.4% ในปี 2026F มาจากการเติบโตของ EPS ที่ 6.1% และอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4.3% ด้วยแนวโน้มการเติบโตของธุรกิจที่มั่นคง กระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง และ ROE ที่สูงขึ้น เรามองว่าการ de-rating ของ BDMS น่าจะสิ้นสุดแล้ว



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่ง ให้ผลตอบแทนมั่นคง แนะนำ “ซื้อ”
บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล “แนวโน้มค่อนข้างขงขบเซา” วันที่ 9 มกราคม 2026 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BDMS เนื่องจาก 1) เราเชื่อว่า BDMS ยังคงเป็นหุ้นคุณภาพสูง โดยมีแนวโน้มการเติบโตของธุรกิจที่มั่นคง ตำแหน่งทางการตลาดแข็งแกร่ง และฐานลูกค้าที่หลากหลาย 2) เราคาดว่า BDMS จะให้ผลตอบแทนรวม 10–12% ต่อปี ในปี 2026–27F หนุนโดยการเติบโตของ EPS ที่ 6.1/7.1% และอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4.3/4.6% 3) เราเชื่อว่าข่าวร้ายส่วนใหญ่ได้สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว รวมถึงการท่องเที่ยวที่ชะลอตัว การเข้ามาของผู้ป่วยต่างชาติที่อ่อนแอ และเศรษฐกิจในประเทศที่ขบเซา ซึ่งจำกัดจำนวนผู้เข้ารับบริการในโรงพยาบาล และ 4) BDMS ยังมีแนวโน้ม ROE ปรับตัวขึ้นเป็น 17.3% ในปี 2028F จาก 16.3% ในปี 2025F

กำไรเติบโตอย่างยั่งยืน

ท่ามกลางเศรษฐกิจในประเทศที่ขบเซาและความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลก เราคาดว่า BDMS จะมีการเติบโตของ EPS เฉลี่ย 7% ต่อปี ในปี 2026–28F จากฐานกำไรที่สูงอยู่แล้ว ปัจจัยผลักดันที่สำคัญ ได้แก่ การเติบโตของรายได้เฉลี่ย 6% ต่อปี ซึ่งได้แรงหนุนจากทั้งผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติ เรามองว่ากลยุทธ์ของบริษัทเริ่มเปลี่ยนไปเน้นผู้ป่วยที่อยู่ภายใต้สัญญาประกัน ซึ่งช่วยรักษาระดับรายได้ผู้ป่วยชาวไทยท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวของประเทศไทย ขณะเดียวกัน สัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติที่หลากหลาย ช่วยลดความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลต่างประเทศและความขัดแย้งข้ามพรมแดน เรายังคาดว่า EBIT margin จะปรับตัวขึ้นเป็น 15.3% ในปี 2028F จาก 14.3% ในปี 2024 จากผลของ operating leverage และรายได้จากโรคร้ายแรงที่สูงขึ้น

เครือข่ายและฐานลูกค้าแข็งแกร่ง

BDMS เป็นเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในไทย โดยเครือข่ายขนาดใหญ่และฐานลูกค้าที่หลากหลายช่วยหนุนการเติบโตที่มีนัยสำคัญท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวและความไม่แน่นอนต่อผู้ป่วยต่างชาติ ปัจจุบันมี 58 โรงพยาบาล ใน 20 จังหวัด และโครงการเวลเนส 1 แห่งในกรุงเทพฯ โดยแบ่งเป็น 21 แห่งในกรุงเทพฯ และ 37 แห่งใน 19 จังหวัดท่องเที่ยวและเมืองใหญ่ ฐานลูกค้าของ BDMS ยังมีความหลากหลาย โดย 9M25 รายได้ 76% มาจากบริการระดับสูง และ 24% จากบริการระดับกลาง ผู้ป่วยที่อยู่ภายใต้สัญญาประกันคิดเป็น 38% ของรายได้รวม รายได้ 72% มาจากผู้ป่วยไทย และ 28% มาจากผู้ป่วยต่างชาติ

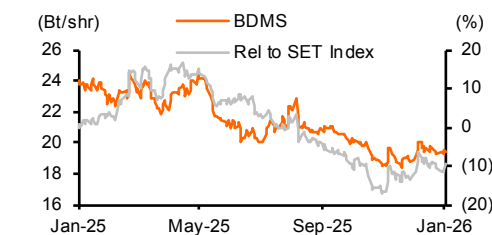
ความเสี่ยงจากการขยายขีดความสามารถลดลง

แม้ภาวะเศรษฐกิจที่ท้าทาย แต่ความต้องการด้านการดูแลสุขภาพยังคงเติบโตต่อเนื่อง โดยได้แรงหนุนจากประชากรสูงวัยของไทย และสถานะของประเทศในฐานะศูนย์กลางการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ระดับโลก BDMS มีแผนเพิ่มจำนวนเตียงจาก 8,800 เตียง ในปี 2024 เป็น 9,600 เตียง ภายในปี 2027 คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 3% ต่อปี ด้วยมี EBITDA ราว 2.5 หมื่นลบ. ต่อปี ในปี 2025–28F BDMS จึงน่าจะมีความสามารถเพียงพอในการสนับสนุนแผนลงทุน 6.1 หมื่นลบ. สำหรับปี 2025–29 เราไม่คาดว่าจะมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อ EBIT margin และกำไรสุทธิของบริษัท

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	103,675	107,759	114,048	121,018
Net profit	15,987	16,622	17,631	18,888
Consensus NP	—	16,399	17,357	18,325
Diff frm cons (%)	—	1.4	1.6	3.1
Norm profit	15,987	16,622	17,631	18,888
Prev. Norm profit	—	16,622	17,631	18,888
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	1.0	1.0	1.1	1.2
Norm EPS grw (%)	11.3	4.0	6.1	7.1
Norm PE (x)	19.3	18.5	17.5	16.3
EV/EBITDA (x)	14.8	13.7	12.9	12.1
P/BV (x)	3.1	3.0	2.8	2.7
Div yield (%)	3.9	4.0	4.3	4.6
ROE (%)	16.4	16.3	16.5	16.9
Net D/E (%)	1.7	1.5	1.8	0.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jan-26 (Bt)	19.40
Market Cap (US\$ m)	9,782.8
Listed Shares (m shares)	15,892.0
Free Float (%)	83.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	36.7
12M Price H/L (Bt)	24.70/18.40
Sector	Health Care
Major Shareholder	Prasartthongosot Family 14.98%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P28

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)												Terminal
	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Value
EBITDA excl. depre from right of use	23,610	25,138	26,767	28,074	30,179	32,369	34,564	36,905	39,405	42,076	45,023	—
Free cash flow	13,130	15,486	16,873	18,490	18,032	28,117	30,401	32,833	35,425	38,189	35,731	590,018
PV of free cash flow	13,094	13,236	13,328	13,502	12,172	17,545	17,533	17,504	17,458	17,398	15,044	248,424
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.7											
WACC (%)	8.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value -	416,239											
add investments												
Net debt (end-2025F)	1,605											
Minority interest	4,441											
Equity value	410,192											
# of shares (m)	15,892											
Equity value/share (Bt)	26.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เนื่องจาก BDMS ดำเนินงานบริหารโรงพยาบาล 58 แห่ง ทั่วประเทศ (รวมทั้งกลุ่มพญาไท และเปาโล) และสองโรงพยาบาลในกรุงเทพฯ จึงมีการกระจายความเสี่ยงของรายได้
- งบดุลค่อนข้างแข็งแกร่ง และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่ต่ำจะเพิ่มความสามารถในการขยายธุรกิจ และเข้าซื้อกิจการ

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นทำให้ประชาชนสามารถจ่ายใช้สอยมากขึ้นเพื่อให้ได้รับการบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพดีขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษายาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราการรักษายาบาลที่ต่ำและมีคุณภาพการรักษายาบาลที่สูงสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์
- การระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

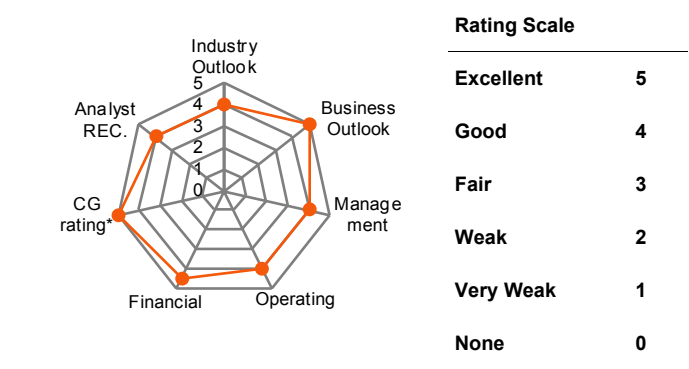
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	27.57	26.00	-6%
Net profit 25F (Bt m)	16,399	16,622	1%
Net profit 26F (Bt m)	17,357	17,631	2%
Consensus REC	BUY: 26	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราสูงกว่าที่นักวิเคราะห์ในตลาดคาดการณ์ไว้เล็กน้อย แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าเล็กน้อย เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นเกี่ยวกับความไม่แน่นอนของตลาดต่างประเทศในอนาคต

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- เนื่องจากค่าเสื่อมราคามีสัดส่วนราว 6% ของรายได้ในปี 2024 กำไรของ BDMS จึงมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของรายได้ และสถานะเศรษฐกิจ

T — Threat

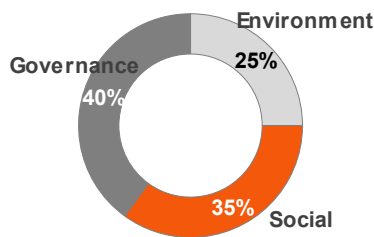
- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค อย่างเช่นโรงพยาบาลในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย และอินเดีย
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านการเมือง และนโยบายของภาครัฐ
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

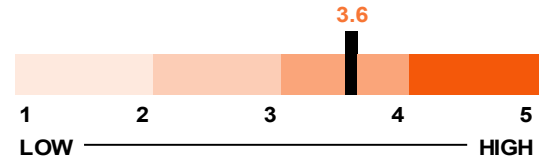
- ผลประกอบการของโรงพยาบาลใหม่อาจให้ผลตอบแทนต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ หากมีการแข่งขันที่มากขึ้นระหว่างโรงพยาบาลเอกชนเดิมที่อยู่ในอุตสาหกรรมหรือผู้ประกอบการรายใหม่
- จำนวนผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติต่ำกว่าที่เราคาดไว้
- หาก BDMS Wellness Clinic และ BDMS Silver Wellness & Residence ใช้เวลาในการกลับมามีกำไรช้ากว่าที่เราคาด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

Source: Thanachart

ESG Weighting



Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BDMS	YES	AAA	YES	AA	-	53.66	82.0	34.0	5.0

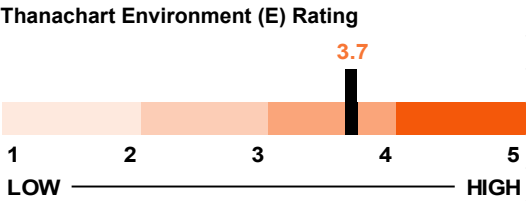
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- BDMS เป็นเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีโรงพยาบาลทั้งหมด 58 แห่ง เราให้คะแนน ESG ที่ดีแก่ BDMS ที่ 3.6 ซึ่งอยู่ใน 15 อันดับแรกของหุ้นที่เราทำบทวิเคราะห์ และสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงพยาบาลที่ 3.1 โดยเรามองว่าคะแนนสูงสุดอยู่ในด้านสังคม รองลงมาคือสิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแลกิจการ
- BDMS มีคะแนน ESG สูงที่สุดในกลุ่มโรงพยาบาล เรามองว่า BDMS เป็น ESG play ที่แข็งแกร่ง โดยมีรูปแบบธุรกิจสอดคล้องกับธีม ESG เราเชื่อว่าเป้าหมายที่ชัดเจน และการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของบริษัท จะช่วยให้ BDMS สามารถบรรลุการปล่อยก๊าซสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero emissions) ได้อย่างทันเวลาที่ สอดคล้องกับ มาตรฐานสากล และเร็วกว่าคู่แข่ง
- โปรไฟล์ ESG ของ BDMS ขับเคลื่อนโดยมิติด้านสังคมที่แข็งแกร่ง ซึ่งสะท้อนผ่านเครือข่ายบริการด้านการแพทย์ที่ครอบคลุม มาตรฐานความปลอดภัยและคุณภาพผู้ป่วยสูง และแนวปฏิบัติด้านสิทธิมนุษยชนที่เข้มแข็ง ความแข็งแกร่งเหล่านี้ถูกฝังอยู่ในธุรกิจหลักของบริษัท ซึ่งช่วยสนับสนุนความสามารถในการแข่งขันและความยืดหยุ่นระยะยาวของ BDMS ในกลุ่มโรงพยาบาล
- มิติที่เราเห็นว่ามีความสำคัญที่สุดคือ การกำกับดูแลกิจการ ซึ่งยังคงเป็นจุดอ่อนที่สุดในโปรไฟล์ ESG ของ BDMS ความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่จำกัด ความหลากหลายของคณะกรรมการค่า และ ความกังวลที่ยังหลงเหลือจากปัญหาด้านธรรมาภิบาลในอดีต ยังคงส่งผลกระทบต่อคุณภาพด้านการกำกับดูแลกิจการ แม้ว่าจะมีการตั้งคณะกรรมการย่อย และการแยกบทบาทหน้าที่อย่างชัดเจนแล้วก็ตาม
- ความกังวลล่าสุดของนักลงทุนที่มีต่อ BDMS เกี่ยวกับการขายหุ้นอย่างต่อเนื่องโดยผู้ก่อตั้ง คือ นายประเสริฐ ประสาททองโอสถ แม้ว่าจำนวนหุ้นที่ขายจะไม่มากนัก ในมุมมองของเรา การหยุดขายหุ้นหรือการเปิดเผยข้อมูลที่ชัดเจนยิ่งขึ้นเกี่ยวกับการใช้เงินที่ได้จากการขายหุ้น จะช่วยบรรเทาความกังวลของตลาด ปรับปรุงภาพลักษณ์ด้านธรรมาภิบาลและการจัดอันดับ ESG ของบริษัท และสนับสนุนให้ราคาหุ้นมีทิศทางที่ดีขึ้น

We assign a high Environmental score of 3.7 to BDMS, supported by clear net-zero targets, renewable energy adoption, and third-party-verified emissions disclosures. However, rising Scope 3 emissions and resource use from business expansion remain key challenges to monitor.

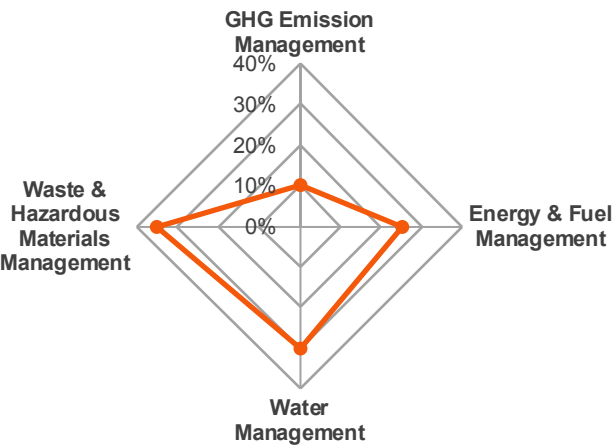


ENVIRONMENT

Our Comments

- GHG Emission Management
- Energy & Fuel Management
- Water Management
- Waste & Hazardous Materials Management

SCALE WEIGHTING

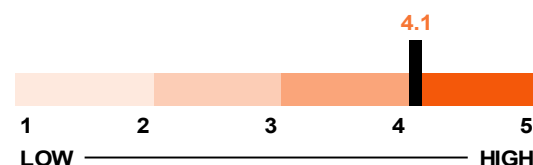


- We rate an Environmental (E) score for BDMS at a high level of 3.7, above its peers' average of 2.9, due to it having a clear plan for managing environmental issues. BDMS also has a clear target to achieve net-zero emissions by 2050. Emissions are measured across Scopes 1-3, with third-party verification.
- BDMS aims to cut Scope 1 and 2 greenhouse gas emissions by at least 30% by 2030 from a 2022 base, supported by its BDMS Green Healthcare framework, wider use of renewable energy, and externally verified emissions disclosures. We view the clear targets and strong transparency as positives versus peers, although the sharp rise in Scope 3 emissions from business expansion remains a key risk to monitor.
- BDMS targets a 15% increase in electricity consumption from renewable energy by 2030 from the 2022 base year. The firm has installed solar rooftop systems at 34 locations, with a total capacity of nearly 12.8MW. These projects help reduce electricity costs and cut greenhouse gas emissions. BDMS also enforces energy management practices across its hospital network and has received external recognition such as the MEA Energy Award. We like BDMS's proactive investment in renewable energy, as it delivers both cost savings and emissions reduction. This is a practical and scalable approach for hospitals, although renewable energy still accounts for a small portion of total electricity use.
- BDMS targets a 10% reduction in water withdrawal by 2030 from the 2022 base, supported by water risk assessments, wastewater treatment, and recycling measures such as reusing treated water for gardening. We view this focus positively, although total water withdrawal continues to rise with business growth, posing execution risk to the absolute reduction target.
- BDMS targets a 30% increase in non-hazardous waste recovery by 2030 and promotes a Zero Waste to Landfill vision, applying 5Rs (Reduce, Reuse, Recycle, Repair, Reject) principles. While the policy framework is strong, recent performance has weakened, with higher total waste and landfill disposal and lower recycling ratios, leaving outcomes behind ambition.

Sources: Thanachart, Company data

We assign the highest score to BDMS for the Social aspect at 4.1, supported by its extensive healthcare network, strong patient safety standards, and effective workforce and community engagement, which underpin high patient trust and long-term competitiveness.

Thanachart Social (S) Rating



SOCIAL

Our Comments

- Human Rights & Community Relations
- Access & Affordability
- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Product Quality & Safety
- Fair Product Marketing & Labelling
- Operational Risk Management
- Health, Safety & Well-being
- Recruitment, Development & Retention

- We assign the highest Social (S) score of 4.1 to BDMS compared to its peers. This is due to BDMS's strong service network, with 58 campuses in Thailand and two in Cambodia, covering a well-diversified range of market segments. It also offers five digital healthcare platforms for customers to access.
- BDMS emphasizes product quality and patient safety through high operational standards and continuous staff training, with all hospitals accredited by JCI and/or HA/Advanced HA. This focus is reflected in strong patient trust, with 92.4% of patients continuing treatment with BDMS in 2023. We view this as a key social strength, reinforcing BDMS's reputation for clinical quality, patient safety, and long-term competitiveness in the healthcare sector.
- BDMS enforces a zero-tolerance approach to human rights, aligned with international standards and supported by due diligence across operations and supply chains. With no major violations reported, we view this as a strength that reduces legal and reputational risks.
- BDMS targets 4,500 healthcare access programs by 2030, delivering community health programs, preventive screenings, and large-scale BLS training across its network. We view this as a well-executed social contribution aligned with its core business and supportive of long-term trust.
- BDMS maintains consistently high patient satisfaction (90%+), supported by a structured CRM framework, regular feedback monitoring, and clear complaint and data privacy policies. We view this as a robust customer management system that supports service resilience amid rising competition and cost sensitivity.
- BDMS aims to minimize workplace accidents through strict safety standards and regular monitoring. With injury cases remaining low, we view its safety performance as solid and well managed.
- BDMS focuses on employee engagement and diversity, equality, and inclusion (DEI), targeting 85% participation by 2030 and supporting nearly 37,000 staff with welfare, training, and safety programs. Declining turnover and higher training investment are positives, although ongoing healthcare labor shortages require continued focus on employee well-being.

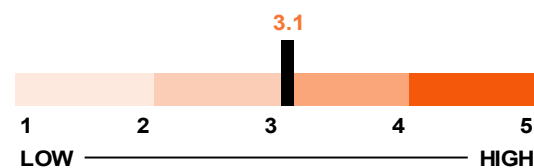
SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

We assign a weaker Governance assessment to BDMS because limited board independence and legacy governance issues continue to weigh on its Governance score of 3.1, despite clear role separation, established board committees, and a strong, innovation-driven business model.

Thanachart Governance (G) Rating



GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure
- Audit committee
- Remuneration
- Ethics & Compliance
- Risk Committee

- We view Governance (G) as the weakest pillar in BDMS's ESG profile, reflecting shortcomings in board independence and lingering corporate governance concerns. BDMS has a governance score of 3.1, which is lower than its environmental and social scores. While we believe BDMS's aggressive expansion strategy supports medium- to long-term business sustainability, governance remains a relative weakness. This is partly due to insufficient board independence and a prior corporate governance issue related to stock price manipulation at Bangkok Airways in 2019, which continues to weigh on overall governance perception.
- We assign a high score to BDMS's business model and innovation because the company operates a resilient and scalable healthcare platform with a well-diversified hospital network that covers all market segments and offers a broad range of services. BDMS continuously enhances its value proposition through innovation in medical services, digital health solutions, and process improvements, supported by a strong culture of innovation and global collaboration. In addition, the BDMS Smart Healthcare framework, together with partnerships with startups and international partners, helps improve operational efficiency, patient experience, and long-term competitiveness. In our view, these strengths support sustainable earnings growth and reinforce BDMS's competitive positioning over the medium to long term.
- We assign a moderate score for BDMS's board structure. The board clearly separates policy-setting and oversight roles from day-to-day management. However, in our view, the board structure is not ideal from a governance best-practice perspective. While BDMS has an independent chairman, only six out of 15 directors are independent, which is below the commonly preferred two-thirds ratio. Board diversity is also limited, with two female directors, indicating scope for improvement in independence and diversity.
- BDMS has all key board sub-committees – Audit, Nomination and Remuneration, and Risk Management – with clear mandates and regular oversight of financial, compliance, and risk matters. We view this as a governance strength, although stronger overall board independence would further enhance their effectiveness.

SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Thai and international
patients drive revenue in
2025-27F

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	97,077	103,675	107,759	114,048	121,018
Cost of sales	63,412	68,071	70,636	74,587	79,025
Gross profit	33,665	35,604	37,123	39,461	41,993
% gross margin	34.7%	34.3%	34.5%	34.6%	34.7%
Selling & administration expenses	19,806	20,828	21,379	22,513	23,768
Operating profit	13,859	14,776	15,744	16,947	18,225
% operating margin	14.3%	14.3%	14.6%	14.9%	15.1%
Depreciation & amortization	5,848	6,132	6,846	7,129	7,370
EBITDA	19,707	20,908	22,590	24,077	25,595
% EBITDA margin	20.3%	20.2%	21.0%	21.1%	21.2%
Non-operating income	5,250	5,913	5,585	5,900	6,253
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(547)	(433)	(351)	(341)	(315)
Pre-tax profit	18,563	20,255	20,977	22,507	24,163
Income tax	3,772	3,792	3,893	4,389	4,760
After-tax profit	14,791	16,463	17,084	18,118	19,403
% net margin	15.2%	15.9%	15.9%	15.9%	16.0%
Shares in affiliates' Earnings	89	76	89	96	104
Minority interests	(523)	(552)	(551)	(583)	(619)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	14,358	15,987	16,622	17,631	18,888
Normalized profit	14,358	15,987	16,622	17,631	18,888
EPS (Bt)	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2

BALANCE SHEET

More new projects look
set to enter its portfolio in
2025-27

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	23,545	23,659	22,959	23,806	24,746
Cash & cash equivalent	9,467	8,690	8,317	8,317	8,317
Account receivables	11,558	12,246	11,809	12,498	13,262
Inventories	2,420	2,603	2,709	2,861	3,031
Others	101	120	124	129	136
Investments & loans	2,108	2,464	2,464	2,464	2,464
Net fixed assets	87,025	93,849	100,068	105,998	110,877
Other assets	31,113	31,542	32,409	33,107	33,835
Total assets	143,792	151,514	157,900	165,375	171,922
LIABILITIES:					
Current liabilities:	18,433	22,014	21,701	22,767	23,319
Account payables	6,901	8,113	6,773	7,152	7,578
Bank overdraft & ST loans	0	2,500	2,481	2,605	2,310
Current LT debt	2,500	2,000	1,860	1,954	1,732
Others current liabilities	9,032	9,400	10,587	11,056	11,698
Total LT debt	7,999	5,999	5,581	5,861	5,197
Others LT liabilities	18,269	19,575	21,711	22,470	23,317
Total liabilities	44,701	47,588	48,993	51,099	51,834
Minority interest	3,649	3,890	4,441	5,024	5,643
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589
Share premium	30,166	30,166	30,166	30,166	30,166
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	11,512	11,803	11,803	11,803	11,803
Retained earnings	52,175	56,479	60,908	65,694	70,887
Shareholders' equity	95,442	100,037	104,466	109,252	114,445
Liabilities & equity	143,792	151,514	157,900	165,375	171,922

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	18,563	20,255	20,977	22,507	24,163
Tax paid	(3,640)	(3,951)	(3,697)	(4,367)	(4,620)
Depreciation & amortization	5,848	6,132	6,846	7,129	7,370
Chg In working capital	(557)	340	(1,009)	(462)	(509)
Chg In other CA & CL / minorities	(582)	270	1,076	538	599
Cash flow from operations	19,632	23,046	24,193	25,345	27,004
Capex	(10,610)	(12,513)	(12,592)	(12,592)	(11,792)
Right of use	(1,012)	(364)	(500)	(500)	(500)
ST loans & investments	(12)	3	0	0	0
LT loans & investments	(127)	(356)	0	0	0
Adj for asset revaluation	1,338	291	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	951	799	1,296	94	162
Cash flow from investments	(9,472)	(12,141)	(11,796)	(12,998)	(12,130)
Debt financing	(5,531)	1	(577)	497	(1,180)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(10,343)	(11,119)	(12,193)	(12,845)	(13,695)
Warrants & other surplus	210	(564)	0	0	0
Cash flow from financing	(15,664)	(11,682)	(12,770)	(12,348)	(14,874)
Free cash flow	9,022	10,533	11,601	12,754	15,213

VALUATION

Inexpensive valuation, in our view

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	21.5	19.3	18.5	17.5	16.3
Normalized PE - at target price (x)	28.8	25.8	24.9	23.4	21.9
PE (x)	21.5	19.3	18.5	17.5	16.3
PE - at target price (x)	28.8	25.8	24.9	23.4	21.9
EV/EBITDA (x)	15.7	14.8	13.7	12.9	12.1
EV/EBITDA - at target price (x)	21.0	19.8	18.4	17.2	16.2
P/BV (x)	3.2	3.1	3.0	2.8	2.7
P/BV - at target price (x)	4.3	4.1	4.0	3.8	3.6
P/CFO (x)	15.7	13.4	12.7	12.2	11.4
Price/sales (x)	3.2	3.0	2.9	2.7	2.5
Dividend yield (%)	3.6	3.9	4.0	4.3	4.6
FCF Yield (%)	2.9	3.4	3.8	4.1	4.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
EPS	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
DPS	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
BV/share	6.0	6.3	6.6	6.9	7.2
CFO/share	1.2	1.5	1.5	1.6	1.7
FCF/share	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Sustainable EPS growth
in 2025-27F*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	9.6	6.8	3.9	5.8	6.1
Net profit (%)	13.9	11.3	4.0	6.1	7.1
EPS (%)	13.9	11.3	4.0	6.1	7.1
Normalized profit (%)	13.9	11.3	4.0	6.1	7.1
Normalized EPS (%)	13.9	11.3	4.0	6.1	7.1
Dividend payout ratio (%)	77.5	74.6	75.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	34.7	34.3	34.5	34.6	34.7
Operating margin (%)	14.3	14.3	14.6	14.9	15.1
EBITDA margin (%)	20.3	20.2	21.0	21.1	21.2
Net margin (%)	15.2	15.9	15.9	15.9	16.0
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	25.4	34.1	44.8	49.7	57.9
Interest coverage - EBITDA (x)	36.1	48.2	64.3	70.6	81.3
ROA - using norm profit (%)	10.1	10.8	10.7	10.9	11.2
ROE - using norm profit (%)	15.5	16.4	16.3	16.5	16.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	16.0	16.8	16.7	17.0	17.3
- asset turnover (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	19.7	20.0	19.8	20.0	20.2
- leverage (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
- interest burden (%)	97.1	97.9	98.4	98.5	98.7
- tax burden (%)	79.7	81.3	81.4	80.5	80.3
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	12.1	12.4	12.6	12.9	13.1
NOPAT (Bt m)	11,043	12,010	12,822	13,643	14,635
invested capital (Bt m)	96,474	101,846	106,071	111,354	115,368

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (From: HOLD)

Change in Recommendation

TP: Bt 136.00 (From: Bt 187.00)

Downside : 12.0%

9 JANUARY 2026

Bumrungrad Hospital Pcl (BH TB)

การเติบโตมีแนวโน้มทรงตัว

เราปรับลดคำแนะนำ BH เป็น “ขาย” จาก EPS ที่มีแนวโน้มทรงตัว เติบโตเพียง 2.4% ต่อปี ในปี 2026–28F กดดันโดยผลขาดทุนของโรงพยาบาลที่เกิดขึ้นในช่วงปีแรกของการดำเนินงาน และความไม่แน่นอนของผู้ป่วยจากตะวันออกกลาง ที่ PE ที่ 17.1 เท่า ในปี 2026F เรามองว่า BH มีมูลค่าที่แพง



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

มูลค่าแพง; ปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล “แนวโน้มค่อนข้างขบเซา” วันที่ 9 มกราคม 2026 เราปรับลดคำแนะนำ BH เป็น “ขาย” จาก ถือ เนื่องจาก 1) เราคาดว่ากำไรสุทธิของ EPS ของ BH จะอ่อนแอเพียง 2.4% ต่อปี ในปี 2026–28F โดยถูกกดดันจากผลขาดทุนในช่วงปีแรกของการดำเนินงาน และความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นของจำนวนผู้ป่วยต่างชาติที่ภูเก็ตแห่งใหม่ขนาด 212 เตียง (เปิดใน 1H27) และอาคารใหม่ 3 อาคาร (เปิดในปี 2027) ที่โรงพยาบาลหลักในกรุงเทพฯ 2) ความไม่แน่นอนของจำนวนผู้ป่วยจากตะวันออกกลางเพิ่มขึ้นจากนโยบายควบคุมต้นทุนของรัฐบาลในภูมิภาค และการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น โดยผู้ป่วยจากตะวันออกกลางคิดเป็น 23% ของรายได้รวมใน 9M25 3) เรามองว่า BH มีมูลค่าแพงที่ PE ที่ 17.1 เท่า ในปี 2026F เมื่อเทียบกับอัตราการเติบโตของ EPS ที่อ่อนแอ จากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นของจำนวนผู้ป่วยต่างชาติ เราจึงปรับลดประมาณการกำไรของ BH ลง 1-3% ในปี 2026–28F และลดลง 8% ต่อปีในช่วงหลังจากนั้น เมื่อรวมหุ้นที่แปลงสภาพที่อยู่ในสถานะ in-the-money ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) ของเราจึงปรับลดลงมาอยู่ที่ 136 บาท จากเดิม 187 บาท

ความเสี่ยงด้านผู้ป่วยต่างชาติสูงขึ้น

รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติของ BH มีความผันผวนมากขึ้นในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา โดยเฉพาะในกลุ่มผู้ป่วยจากตะวันออกกลาง ใน 9M25 ผู้ป่วยต่างชาติคิดเป็น 65% ของรายได้รวม และผู้ป่วยจากตะวันออกกลางคิดเป็น 23% ของรายได้รวม รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติลดลง y-y ใน 3Q24-2Q25 ก่อนฟื้นตัว 3.5% y-y ในไตรมาสล่าสุดใน 3Q25 จากรายได้จากการรักษาโรคภัยเรื้อรังที่เพิ่มขึ้น ประเด็นที่น่ากังวล ได้แก่ งบประมาณด้านการรักษาพยาบาลของภาครัฐ โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันอ่อนตัว รวมถึงการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากโรงพยาบาลพระราม 9 (PR9 “ซื้อ”) โรงพยาบาล MedPark และโรงพยาบาลอื่นๆ ที่ตั้งเป้าเพิ่มผู้ป่วยต่างชาติให้มากขึ้น

แรงกดดันจากขีดความสามารถในการรองรับที่เพิ่มขึ้น

โรงพยาบาลแห่งใหม่ของ BH ในจังหวัดภูเก็ตมีกำหนดเปิดให้บริการใน 1H27 นอกจากนี้ บริษัทยังมีแผนเปิดอาคารใหม่ 3 อาคารในปี 2027 ได้แก่ อาคารขนาด 59 เตียง อาคารอีกแห่งหนึ่งในซอย 1 สำหรับให้บริการด้านการแพทย์และคลินิกอื่นๆ และอาคาร BI Annex (ศูนย์มะเร็ง) ซึ่งตั้งอยู่ติดกับโรงพยาบาลหลัก เราคาดว่าจะเห็นค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นจากการเปิดอาคารใหม่ทั้ง 3 แห่ง และผลขาดทุนจากโรงพยาบาลภูเก็ตแห่งใหม่ในช่วงปีแรกของการดำเนินงาน

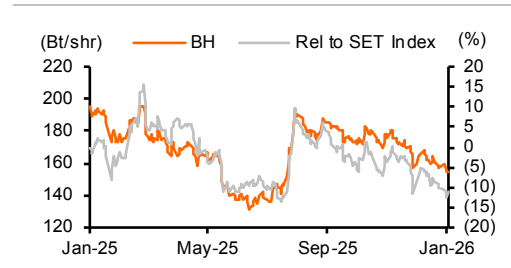
มีความสามารถในการทำกำไรสูงสุด แต่ ROE มีแนวโน้มลดลง

แม้ BH จะยังคงเป็นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงสุดในกลุ่มโรงพยาบาลไทย โดยคาดว่า ROE อยู่ที่ 23.8% ในปี 2026F เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 14.4% แต่เราคาดว่า ROE ของ BH จะยังคงอยู่ในแนวโน้มขาลง ปัจจัยกดดันมาจากค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจากการขยายขีดความสามารถในการให้บริการ และผลขาดทุนจากโรงพยาบาลภูเก็ตแห่งใหม่ในช่วงปีแรกของการดำเนินงาน นอกจากนี้ เรายังคาดว่าโรงพยาบาลใหม่จะมีอัตรากำไรต่ำกว่าโรงพยาบาลเดิม เนื่องจากมีรายได้จากการรักษาโรคร้ายแรงต่ำกว่า จากปัจจัยดังกล่าว เราคาดว่า ROE ของ BH จะลดลงมาอยู่ที่ประมาณ 20.4% ภายในปี 2028

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	25,634	25,237	25,905	27,348
Net profit	7,775	7,625	7,817	7,850
Consensus NP	—	7,538	7,755	7,917
Diff frm cons (%)	—	1.2	0.8	(0.8)
Norm profit	7,797	7,627	7,817	7,850
Prev. Norm profit	—	7,627	7,870	7,978
Chg frm prev (%)	—	0.0	(0.7)	(1.6)
Norm EPS (Bt)	9.0	8.8	9.0	9.1
Norm EPS grw (%)	11.7	(2.2)	2.5	0.3
Norm PE (x)	17.1	17.5	17.1	17.0
EV/EBITDA (x)	12.1	12.3	11.8	11.4
P/BV (x)	4.9	4.3	3.9	3.5
Div yield (%)	3.0	3.1	3.2	3.2
ROE (%)	30.4	26.1	23.8	21.5
Net D/E (%)	(43.5)	(38.4)	(34.1)	(40.3)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jan-26 (Bt)	154.50
Market Cap (US\$ m)	3,897.3
Listed Shares (m shares)	795.0
Free Float (%)	72.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	21.3
12M Price H/L (Bt)	195.50/131.50
Sector	Health Care
Major Shareholder	Sophonpanich family ~35%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P38

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลดังกล่าวและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Total revenue (Bt m)						
- New	25,296	25,634	25,237	25,905	27,348	28,582
- Old			25,237	26,073	27,785	29,361
- Change (%)			—	(0.6)	(1.6)	(2.7)
Average gross margin (%)						
- New	49.0	51.2	51.9	52.1	50.1	49.7
- Old			51.9	52.1	50.1	49.7
- Change (ppt)			—	—	(0.0)	(0.0)
SG&A to sales (%)						
- New	16.5	16.3	16.8	16.7	16.8	16.5
- Old			16.8	16.7	16.8	16.5
- Change (ppt)			-	-	0.0	0.0
Normalized profit (Bt m)						
- New	6,978	7,797	7,627	7,817	7,850	8,196
- Old			7,627	7,870	7,978	8,428
- Change (%)			—	(0.7)	(1.6)	(2.8)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	10,286	10,342	10,800	11,245	11,718	12,201	12,699	13,190	13,648	14,136	14,699	—
Free cash flow	3,871	7,615	8,674	9,058	9,445	9,845	10,249	10,648	11,022	11,416	8,482	122,194
PV of free cash flow	3,861	6,402	6,684	6,398	6,116	5,844	5,576	5,311	5,040	4,786	3,259	46,951
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	9.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value -	106,228											
add investments												
Net debt (end-2025F)	(12,041)											
Minority interest	368											
Equity value	117,902											
# of shares (m) *	867											
Equity value/share (Bt)	136.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * We factor in its in-the-money convertible debenture in our model

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน) (BH) ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนในประเทศไทย และปัจจุบันมีจำนวนเตียงทั้งหมด 564 เตียง และมีจำนวนผู้ป่วยนอกมากกว่า 5,500 รายต่อวัน BH เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการด้านการดูแลสุขภาพชั้นนำในประเทศไทย และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ BH กำลังขยายและยกระดับโรงพยาบาลหลักในกรุงเทพฯ เพื่อรองรับความต้องการโรงพยาบาลเอกชนที่เพิ่มขึ้น

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

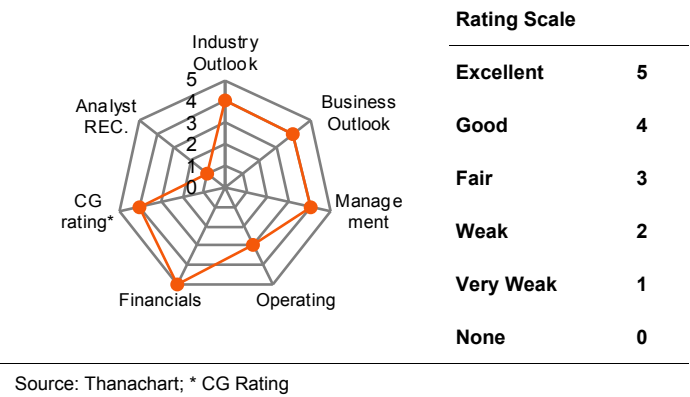
S — Strength

- มีแบรนด์แข็งแกร่ง ด้วยมีชื่อเสียงระดับนานาชาติ
- มีคุณภาพสูง และการรักษาพยาบาลโรคที่ซับซ้อนด้วยการให้บริการที่ดี
- ฐานผู้ป่วยของโรงพยาบาลเป็นกลุ่มที่มีความสามารถในการจ่ายสูง ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อราคาต่ำกว่า

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ประชาชนมีความสามารถในการใช้จ่ายสำหรับบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพที่ดีขึ้นมากขึ้น
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- การเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

COMPANY RATING



W — Weakness

- มีการให้บริการที่จำกัดด้วยมีโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียว

T — Threat

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

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	209.86	136.00	-35%
Net profit 25F (Bt m)	7,538	7,625	1%
Net profit 26F (Bt m)	7,755	7,817	1%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 7	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

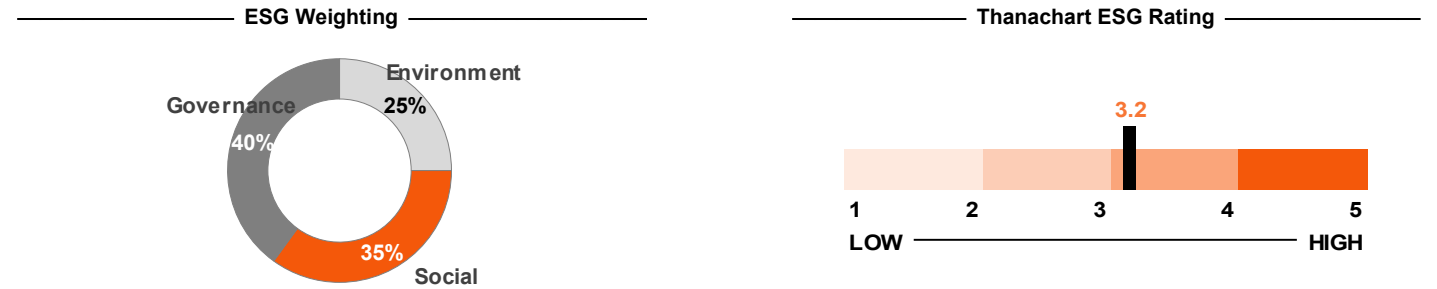
- ราคาเป้าหมายของเราอยู่ต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาด (Street) สะท้อนมุมมองที่ระมัดระวังมากกว่าต่อแผนการขยายกำลังการให้บริการของ BH และ โรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ต ซึ่งมีกำหนดเปิดในปี 2027 นอกจากนี้ เรายังให้สมมติฐานว่า ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพจะใช้สิทธิแปลงสภาพในปี 2027 เนื่องจากหุ้นกู้ดังกล่าวอยู่ในสถานะ in the money

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติสูงกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ถ้าค่ารักษาพยาบาลและอัตรากำไรสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากมีการแข่งขันลดลงจากผู้ประกอบการโรงพยาบาลที่มีอยู่ และ/หรือผู้ประกอบการรายใหม่จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BH	YES	-	-	A	-	60.82	31.00	29.0	5.0

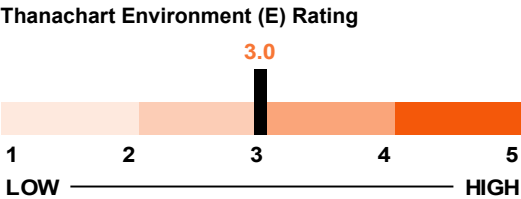
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- BH เป็นโรงพยาบาลเดี่ยวระดับไฮเอนด์ ตั้งอยู่ใจกลางกรุงเทพฯ โดยลักษณะธุรกิจของบริษัทไม่ได้ก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในระดับสูง คะแนน ESG ของ BH อยู่ที่ 3.2 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ดี และสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมเล็กน้อยที่ 3.1 โดยเราให้คะแนนสูงสุดในด้านสังคม รองลงมาคือสิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแลกิจการ
- BH เป็นหุ้น ESG ที่อยู่ในระดับดี ภายใต้กลยุทธ์ ESG ที่ขับเคลื่อนด้วยมิติด้านสังคม แม้จะไม่ได้มีคะแนนสูงสุดในทุกมิติของ ESG แต่เมื่อเทียบกับหุ้นจำนวนมาก BH มีจุดแข็งด้าน ESG ที่น่าเชื่อถือและสามารถสร้างมูลค่าเชิงเศรษฐกิจได้จริง ซึ่งสนับสนุนกำไรระยะยาว แปรนต์ และการป้องกันความเสี่ยงขาลง สำหรับพอร์ต ESG ที่ให้ความสำคัญกับคุณภาพ ความยืดหยุ่น และผลลัพธ์ทางสังคม BH ยังคงเป็นทางเลือกที่น่าสนใจ
- รูปแบบธุรกิจที่ยึดผู้ป่วยเป็นศูนย์กลาง (patient-centric model) และมาตรฐานการดำเนินงานระดับสูงของ BH เป็นข้อได้เปรียบทางการแข่งขันที่สำคัญ ความเชื่อมั่นในระดับสูง การคุ้มครองข้อมูล และความพึงพอใจของผู้ป่วย ควบคู่กับแนวปฏิบัติด้านแรงงาน การฝึกอบรม ความปลอดภัย และความหลากหลาย ความเสมอภาค และการมีส่วนร่วม (DEIB) ถูกฝังอยู่ในกระบวนการดำเนินงานประจำวัน และช่วยเสริมอำนาจต่อรองราคา รวมถึงความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว
- ประสิทธิภาพด้านสิ่งแวดล้อมยังคงเป็นจุดอ่อนหลักด้าน ESG ของ BH แม้จะมีกลยุทธ์ด้านสภาพภูมิอากาศระยะยาวที่ชัดเจน แต่ผลลัพธ์ในระยะสั้นกลับไม่แน่นอน โดยมีปริมาณของเสียสูงขึ้น อัตราการรีไซเคิลต่ำ และประสิทธิภาพการใช้พื้นที่อ่อนแอ ซึ่งบ่งชี้ถึงช่องว่างในการดำเนินการและโอกาสในการปรับปรุง
- จุดอ่อนในด้านการกำกับดูแลกิจการและความยั่งยืน ได้แก่ โครงสร้างคณะกรรมการที่ไม่แข็งแกร่ง และการพึ่งพาผู้ป่วยต่างชาติสูง (65% ของรายได้ 9M25) ความไม่แน่นอนจากนโยบายควบคุมต้นทุนในตะวันออกกลางและการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นอาจส่งผลกระทบต่อจำนวนผู้ป่วย ซึ่งเป็นความเสี่ยงภายใต้เสาหลักด้านสังคมและการกำกับดูแลกิจการ

We assign BH a decent Environment score of 3.0, slightly above peers, supported by a clear long-term climate strategy and improving energy efficiency, but constrained by weak water and waste management outcomes.

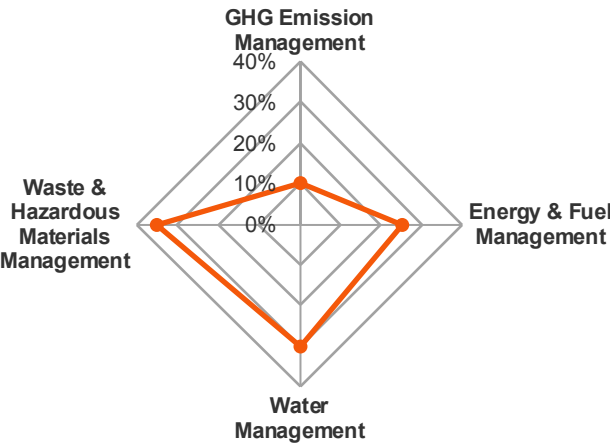


ENVIRONMENT

Our Comments

- GHG Emission Management
- Energy & Fuel Management
- Water Management
- Waste & Hazardous Materials Management

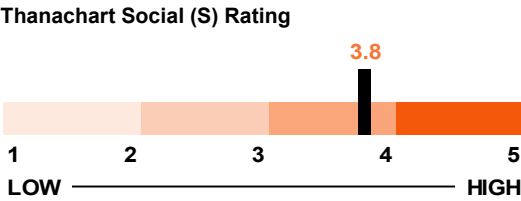
SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

- We assign BH an Environment (E) score of 3.0, which is slightly above its peer average of 2.9.
- BH has a clear climate framework with a long-term net-zero GHG target by 2065, aligned with Thailand’s goals. It discloses externally verified Scope 1–3 emissions under TGO standards and has implemented digitalization and employee engagement initiatives. In 2024, GHG emissions intensity per revenue fell 0.1% from the 2023 base, while absolute emissions rose with higher activity. We view the strategy as directionally sound, but near-term progress is modest, and clearer interim targets would strengthen credibility.
- BH targets a reduction in energy consumption per revenue of over 5% by 2027 versus the 2023 base. Actions include energy-saving campaigns, efficiency upgrades, and its first rooftop solar installation under a PPA, currently offsetting around 2% of electricity use in one building. In 2024, energy consumption per revenue fell 1.2%. We view this positively, though renewable usage remains limited relative to BH’s scale.
- BH aims to reduce water consumption per revenue by more than 5% by 2027 and has implemented water efficiency measures such as pressure reduction, HVAC system redesign, and regular monitoring of water infrastructure. The hospital operates its own wastewater treatment plants, with 100% of wastewater treated and monitored to meet regulatory standards. Despite these controls, water consumption per revenue increased by 4.2% in 2024, mainly due to higher service intensity and patient volumes. In our view, BH demonstrates strong compliance and risk management in wastewater treatment, but improving water-use efficiency remains a challenge as operational activity continues to grow.
- BH targets a reduction in waste generated per revenue of over 5% by 2027 and follows JCI-aligned segregation and disposal standards. However, in 2024, waste per revenue rose 16.2% and the recycling rate fell to around 5% of total waste. We view waste management as BH’s weakest environmental area, with outcomes lagging despite strong compliance standards.

We assign BH a good Social score of 3.8, slightly above peers, supported by its strong brand, high service quality, and patient trust. The score is reinforced by robust labor practices, employee development, and high engagement, supporting long-term resilience.



SOCIAL

Our Comments

- Human Rights & Community Relations
- Access & Affordability
- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Product Quality & Safety
- Fair Product Marketing & Labelling
- Operational Risk Management
- Health, Safety & Well-being
- Recruitment, Development & Retention

SCALE WEIGHTING

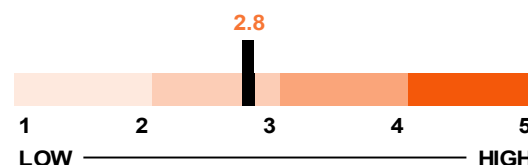


- We assign BH a Social (S) score of 3.8, which is slightly above its peer average of 3.6, despite it being a single hospital. This high score reflects BH's strong brand recognition in both the Thai and international markets. BH ranks among the top three private hospitals in Thailand, known for its exceptional service quality and high standards. The hospital employs modern technology to treat complex and critical conditions, offering patient-centric care. It has also received multiple quality accreditations, including Hospital Accreditation (HA), Joint Commission International (JCI), Global Healthcare Accreditation (GHA), and certification from the College of American Pathologists (CAP).
- BH targets high patient satisfaction and strong protection of patient data and consumer rights. The hospital applies strict data privacy rules, responsible marketing practices, and regularly collects and reviews patient feedback. In 2024, patient satisfaction scores exceeded the company's target. We believe BH's strong focus on patient trust, safety, and service quality is a key social strength that supports the "Bumrungrad" brand and its position as a leading international healthcare provider.
- BH sets clear goals for fair, non-discriminatory employment and complies with labor and human rights standards, with no major violations reported. We view these well-embedded practices as supporting workforce stability and reducing social and operational risks.
- The company also targets equal employment opportunities and employee engagement rates above 65%, while supporting diversity across gender, age, and abilities. BH applies DEIB principles throughout the employee lifecycle and encourages employee participation through internal committees and feedback channels. In our opinion, this inclusive culture helps improve employee morale and retention, supporting long-term operational resilience.
- BH aims to maintain zero lost-time injuries, keep employee turnover below 12%, and provide at least 40 training hours per employee each year. In 2024, the company exceeded its training target, recorded zero lost-time injuries, and maintained a relatively low turnover rate. We see this as a positive sign of BH's strong focus on employee skills, safety, and engagement, which are essential for a labor-intensive healthcare business.

Sources: Thanachart, Company data

We assign BH a moderate Governance score of 2.8, in line with the sector average, supported by strong ethics and compliance, but with a weak board structure. We also assign a high score to BH's business model and innovation, reflecting its premium care focus and advanced medical capabilities.

Thanachart Governance (G) Rating



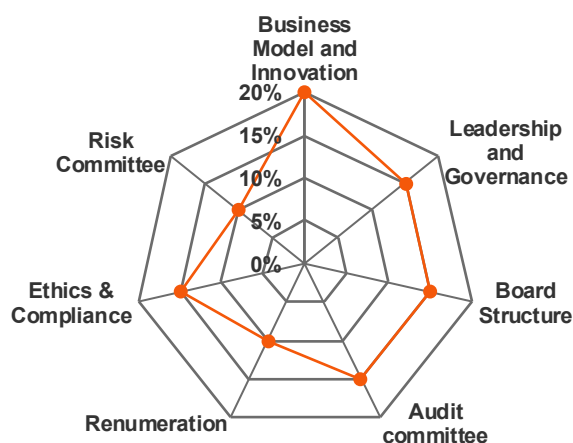
GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure
- Audit committee
- Remuneration
- Ethics & Compliance
- Risk Committee

- Although the company does not have an ideal board structure and does not have a risk committee, we assign it a moderate Governance (G) score of 2.8, in line with the sector average, because BH does not have any corporate governance issues.
- We assign a high score for business model and innovation. BH operates a premium, tertiary-care hospital business model focused on complex and high-value medical treatments for both Thai and international patients. This model is reinforced by strong investments in innovation and advanced medical technology. These capabilities enhance clinical depth, support premium pricing, and differentiate BH from peers. In our view, effective board oversight of innovation and technology investment further strengthens BH's strategic positioning and reinforces its premium brand, while supporting long-term competitiveness, provided that capital allocation remains disciplined.
- We assign a relatively low score to BH's board structure. The chairman is not independent, and only five of 12 directors are independent, below the two-thirds best-practice level, although there are four female directors. In our view, limited board independence remains a governance weakness, and a higher proportion of independent directors would strengthen oversight and investor confidence.
- BH has established key board committees, including an audit committee and a remuneration committee, to support financial oversight and executive compensation governance. However, the company does not have a dedicated risk management committee at the board level, with risk oversight handled through existing structures. We thus give a low score for the company's board committee. In our opinion, while current arrangements meet basic governance requirements, the absence of a standalone risk committee is a gap, particularly given the complexity and regulatory intensity of the healthcare business.
- BH targets high standards of ethics, transparency, and compliance, with zero tolerance for misconduct and a clear code of conduct. We view its compliance discipline and transparent reporting as strengths that reduce regulatory and reputational risks.

SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Slow growth in Thai and international cash patients in 2026-27F

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	25,296	25,634	25,237	25,905	27,348
Cost of sales	12,895	12,503	12,149	12,406	13,648
Gross profit	12,401	13,131	13,088	13,499	13,700
% gross margin	49.0%	51.2%	51.9%	52.1%	50.1%
Selling & administration expenses	4,180	4,171	4,247	4,334	4,590
Operating profit	8,221	8,960	8,841	9,165	9,110
% operating margin	32.5%	35.0%	35.0%	35.4%	33.3%
Depreciation & amortization	1,097	1,113	1,065	1,134	1,244
EBITDA	9,318	10,073	9,906	10,299	10,354
% EBITDA margin	36.8%	39.3%	39.3%	39.8%	37.9%
Non-operating income	392	508	575	560	600
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2)	(8)	(6)	(5)	(5)
Pre-tax profit	8,610	9,459	9,409	9,720	9,705
Income tax	1,583	1,604	1,726	1,847	1,795
After-tax profit	7,028	7,855	7,683	7,873	7,909
% net margin	27.8%	30.6%	30.4%	30.4%	28.9%
Shares in affiliates' Earnings	(1)	(0)	(1)	0	0
Minority interests	(49)	(57)	(55)	(56)	(60)
Extraordinary items	28	(23)	(2)	0	0
NET PROFIT	7,006	7,775	7,625	7,817	7,850
Normalized profit	6,978	7,797	7,627	7,817	7,850
EPS (Bt)	8.1	9.0	8.8	9.0	9.1
Normalized EPS (Bt)	8.1	9.0	8.8	9.0	9.1

BALANCE SHEET

New capacity due to enter in 2027

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	15,685	16,732	16,830	16,844	20,913
Cash & cash equivalent	10,745	12,113	12,060	11,950	15,730
Account receivables	4,408	3,982	4,149	4,258	4,496
Inventories	362	356	346	353	389
Others	169	280	276	283	299
Investments & loans	13	130	130	130	130
Net fixed assets	12,302	12,632	13,581	17,402	17,429
Other assets	1,212	3,159	5,179	5,262	5,351
Total assets	29,212	32,653	35,720	39,639	43,822
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,184	3,827	3,348	3,629	3,843
Account payables	1,078	1,149	1,165	1,190	1,309
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	3,106	2,678	2,183	2,439	2,534
Total LT debt	24	24	19	16	22
Others LT liabilities	906	1,001	956	970	1,012
Total liabilities	5,114	4,852	4,323	4,615	4,878
Minority interest	297	313	368	425	484
Preferreds shares	1	1	1	1	1
Paid-up capital	795	795	795	795	867
Share premium	450	450	450	450	698
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	67	75	75	75	75
Retained earnings	22,489	26,167	29,708	33,278	36,819
Shareholders' equity	23,801	27,488	31,029	34,599	38,460
Liabilities & equity	29,212	32,653	35,720	39,639	43,822

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT*Strong cash inflow stream*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	8,610	9,459	9,409	9,720	9,705
Tax paid	(1,396)	(1,882)	(1,592)	(1,902)	(1,723)
Depreciation & amortization	1,097	1,113	1,065	1,134	1,244
Chg ln working capital	(1,793)	503	(140)	(93)	(153)
Chg ln other CA & CL / minorities	527	(302)	(626)	305	7
Cash flow from operations	7,045	8,891	8,117	9,164	9,079
Capex	(1,644)	(1,407)	(2,000)	(4,942)	(1,259)
Right of use	(53)	(79)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(12)	(117)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg ln other assets & liabilities	17	(1,810)	(2,079)	(82)	(58)
Cash flow from investments	(1,692)	(3,412)	(4,079)	(5,024)	(1,317)
Debt financing	28	(23)	(8)	(3)	7
Capital increase	0	0	0	0	320
Dividends paid	(2,938)	(4,101)	(4,084)	(4,247)	(4,308)
Warrants & other surplus	28	13	0	0	0
Cash flow from financing	(2,883)	(4,111)	(4,092)	(4,249)	(3,982)
Free cash flow	5,400	7,484	6,117	4,222	7,820

VALUATION*Expensive valuation, in our view*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	19.1	17.1	17.5	17.1	17.0
Normalized PE - at target price (x)	16.9	15.1	15.4	15.0	15.0
PE (x)	19.1	17.2	17.5	17.1	17.0
PE - at target price (x)	16.8	15.1	15.4	15.0	15.0
EV/EBITDA (x)	13.2	12.1	12.3	11.8	11.4
EV/EBITDA - at target price (x)	11.5	10.5	10.7	10.3	9.8
P/BV (x)	5.6	4.9	4.3	3.9	3.5
P/BV - at target price (x)	4.9	4.3	3.8	3.4	3.1
P/CFO (x)	19.0	15.0	16.5	14.6	14.7
Price/sales (x)	4.9	4.8	4.9	4.7	4.5
Dividend yield (%)	2.7	3.0	3.1	3.2	3.2
FCF Yield (%)	4.0	5.6	4.6	3.2	5.8
(Bt)					
Normalized EPS	8.1	9.0	8.8	9.0	9.1
EPS	8.1	9.0	8.8	9.0	9.1
DPS	4.1	4.6	4.9	5.0	5.0
BV/share	27.5	31.8	35.9	40.0	44.4
CFO/share	8.1	10.3	9.4	10.6	10.5
FCF/share	6.2	8.7	7.1	4.9	9.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Muted earnings growth in
2025-27F*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	22.5	1.3	(1.6)	2.6	5.6
Net profit (%)	41.9	11.0	(1.9)	2.5	0.4
EPS (%)	41.9	11.0	(1.9)	2.5	0.3
Normalized profit (%)	41.2	11.7	(2.2)	2.5	0.4
Normalized EPS (%)	41.2	11.7	(2.2)	2.5	0.3
Dividend payout ratio (%)	51.1	51.1	55.0	55.0	55.0
Operating performance					
Gross margin (%)	49.0	51.2	51.9	52.1	50.1
Operating margin (%)	32.5	35.0	35.0	35.4	33.3
EBITDA margin (%)	36.8	39.3	39.3	39.8	37.9
Net margin (%)	27.8	30.6	30.4	30.4	28.9
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	26.1	25.2	22.3	20.7	18.8
ROE - using norm profit (%)	32.1	30.4	26.1	23.8	21.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	32.3	30.6	26.3	24.0	21.7
- asset turnover (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	34.0	36.9	37.3	37.5	35.5
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
- interest burden (%)	100.0	99.9	99.9	99.9	100.0
- tax burden (%)	81.6	83.0	81.7	81.0	81.5
WACC (%)	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
ROIC (%)	58.6	56.9	46.9	39.1	32.8
NOPAT (Bt m)	6,710	7,441	7,219	7,424	7,424
invested capital (Bt m)	13,080	15,399	18,987	22,665	22,753

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 1.90

Upside : 25.0%

(From: Bt 2.00)

9 JANUARY 2026

Small Cap Research

Chularat Hospital Pcl (CHG TB)

กำไรฟื้นตัว

เราคาดว่า CHG จะมีกำไรที่ฟื้นตัวที่ 9.5% ต่อปี ในปี 2026-28F หลังลดลงต่อเนื่องเป็นเวลา 4 ปี จนถึงจุดต่ำสุดเมื่อปีที่แล้ว ปัจจัยที่ทำให้ฟื้นตัวมาจากทั้งการดำเนินงานที่มีอยู่แล้ว และผลขาดทุนที่ลดลงจากโรงพยาบาลใหม่



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เรื่องราวการฟื้นตัว แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล “แนวโน้มค่อนข้างขบเซา” วันที่ 9 มกราคม 2026 เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” CHG โดยคาดว่ากำไรจะกลับมาเติบโตที่ 10/9/10% ในปี 2026-28F หลังลดลงติดต่อกันสี่ปี ปัจจัยหนุนมาจากการดำเนินงานของโรงพยาบาลเดิมที่ดีขึ้น ธุรกิจประกันสังคมที่อ่อนแอได้ถึงจุดต่ำสุดแล้วในปี 2025F และขาดทุนที่ลดลงของโรงพยาบาลใหม่ที่ตกที่ PE ที่ 15.8 เท่า ในปี 2026F เทียบกับ EPS ที่เติบโตที่ 9.4% ต่อปี ในปี 2026-27F เรามองว่า CHG ไม่แพง เราปรับกำไรลง -0.5/+0.2% ในปี 2025-26F และปรับเพิ่มกำไรปี 2027F ขึ้น 6.4% เนื่องจาก การเปิดโรงพยาบาลใหม่ที่ระยองถูกเลื่อนจากต้นปีเป็นปลายปี 2027 ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) ลดลงเหลือ 1.9 บาท จาก 2.0 บาท เนื่องจากการปรับเพิ่มสมมติฐานเบต้า (Beta) ขึ้นเป็น 0.94

กำไรกลับมาเติบโต

เราคาดว่ากำไรของ CHG จะกลับมาโตที่ 10/9/10% ในปี 2026-28F หลังลดลง -34/-62/-8/-1% ในปี 2022-25 จากการลดลงของรายได้หลังจากการระบาดของโควิดในปี 2022-23 รวมถึงผลกระทบจากการมีเงินไม่พอจ่ายและการใช้กฎระเบียบที่เข้มงวดมากขึ้นในการผ่าตัดลดขนาดกระเพาะของประกันสังคมในปี 2024-25 ปัจจัยผลักดันกำไรในปี 2026-28F ได้แก่ 1) รายได้จากเงินสด และประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น 6/10/12% และ 4/3/2% ในปี 2026-28F ตามลำดับ 2) อัตรากำไรจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นจาก 14.6% ในปี 2025 เป็น 15.4/15.5/15.0% ในปี 2026-28F 3) ผลขาดทุนจากโรงพยาบาลจุฬารัตน์แม่สอดใหม่ลดลงจาก 80 ลบ. ในปี 2024 เหลือ 44/13 ลบ. ในปี 2025-26F และกลับมามีกำไร 8/22 ลบ. ในปี 2027-28F

ธุรกิจประกันสังคมดีขึ้น

CHG เผชิญกับการได้รับชำระเงินจากประกันสังคมต่ำกว่าที่คาดในปี 2023 และการที่สำนักงานประกันสังคมเข้มงวดกฎเกณฑ์การผ่าตัดกระเพาะมากขึ้นในปี 2024 ทำให้รายได้การผ่าตัดกระเพาะลดลง ในอดีตรายได้ดังกล่าวภายใต้ประกันสังคมคิดเป็นราว 3.5% ของรายได้ต่อปี เราเชื่อว่าปัจจัยเลวร้ายที่สุดได้ผ่านไปแล้ว และคาดว่าฐานรายได้ใหม่คือต่ำกว่า 1% ของรายได้รวม จำนวนผู้ป่วยผ่าตัดกระเพาะถูกคาดว่าจะเพิ่มขึ้นในปี 2026 เทียบกับปี 2025 แต่ยังคงต่ำกว่าในอดีต สำหรับธุรกิจประกันสังคมโดยรวม แม้อัตราการเบิกจ่ายสำหรับการรักษาที่มีต้นทุนสูง (RW ≥ 2) ยังมีความไม่แน่นอนในปี 2026 แต่อัตราเพดานค่าจ้างตามมาตรา 33 ที่ปรับเพิ่มขึ้นและมีผลตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2026 น่าจะช่วยลดความเสี่ยงด้านการชำระเงิน และสนับสนุนการปรับเพิ่มอัตราการเบิกจ่ายในอนาคต

ผลกระทบจากการขยาย capacity ลดลง

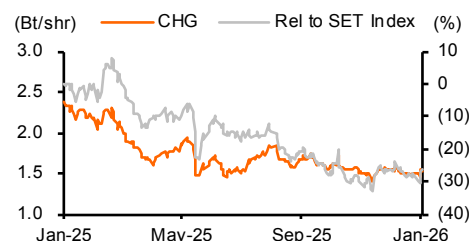
CHG เปิดโรงพยาบาลจุฬารัตน์แม่สอด ใน 2Q23 และปัจจุบันผลขาดทุนเริ่มลดลงแล้ว แม้จะมี 4 โครงการใหม่อยู่ในแผน แต่เราไม่คาดว่า 3 โครงการจะก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากการขยายจากโรงพยาบาลเดิม ได้แก่ อาคารผู้ป่วยนอก 5 ชั้นที่จุฬารัตน์ 11 (1Q26), การขยายเตียง 120 เตียงที่จุฬารัตน์ RPC (1Q26) และอาคารใหม่ 2 หลังรวม 100 เตียง พร้อมอาคารจอดรถ ที่จุฬารัตน์ 3 (ปี 2027) อย่างไรก็ตาม โรงพยาบาลจุฬารัตน์ ระยอง อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล ขนาด 200 เตียง (ปลายปี 2027) มีแนวโน้มจะขาดทุนในช่วงปีแรกของการดำเนินงาน

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้ลงทุนเท่านั้นและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	8,237	8,218	8,642	9,290
Net profit	965	960	1,059	1,149
Consensus NP	—	1,006	1,116	1,199
Diff frm cons (%)	—	(4.6)	(5.1)	(4.2)
Norm profit	965	960	1,059	1,149
Prev. Norm profit	—	965	1,057	1,080
Chg frm prev (%)	—	(0.5)	0.2	6.4
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	(7.7)	(0.6)	10.3	8.5
Norm PE (x)	17.3	17.4	15.8	14.6
EV/EBITDA (x)	9.9	9.2	8.6	8.1
P/BV (x)	2.2	2.1	2.0	2.0
Div yield (%)	4.6	4.6	5.1	5.5
ROE (%)	12.7	12.3	13.2	13.8
Net D/E (%)	(14.4)	(11.4)	(7.9)	(7.3)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jan-26 (Bt)	1.52
Market Cap (US\$ m)	530.5
Listed Shares (m shares)	11,000.0
Free Float (%)	42.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.7
12M Price H/L (Bt)	2.38/1.40
Sector	Health Care
Major Shareholder	Plussind Family 24.97%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P49

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
# of OPD patients (People)						
- New	1,136,700	1,173,433	1,211,588	1,251,201	1,306,852	1,413,465
- Old			1,207,216	1,241,331	1,326,928	1,408,604
- Change (%)			0.4	0.8	(1.5)	0.3
# of IPD patients (People)						
- New	91,461	94,572	94,809	97,045	106,062	116,335
- Old			96,466	98,734	108,876	118,323
- Change (%)			(1.7)	(1.7)	(2.6)	(1.7)
Revenue from cash patients (Bt m)						
- New	5,025	5,402	5,527	5,842	6,398	7,144
- Old			5,471	5,771	6,422	7,076
- Change (%)			1.0	1.2	(0.4)	1.0
Revenue from UC patients (Bt m)						
- New	244	343	366	384	404	424
- Old			399	419	440	462
- Change (%)			(8.3)	(8.3)	(8.3)	(8.3)
Revenue from SSS patients (Bt m)						
- New	2,461	2,491	2,325	2,415	2,488	2,550
- Old			2,407	2,512	2,600	2,663
- Change (%)			(3.4)	(3.9)	(4.3)	(4.2)
Gross profit (%)						
- New	27.2	26.3	28.4	29.0	28.8	28.2
- Old			28.6	29.0	27.6	28.3
- Change (ppt)			(0.1)	(0.0)	1.2	(0.0)
SG&A to sales (%)						
- New	13.0	13.7	13.8	13.6	13.4	13.2
- Old			13.9	13.7	13.5	13.3
- Change (ppt)			(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
Normalized profit (Bt m)						
- New	1,046	965	960	1,059	1,149	1,259
- Old			965	1,057	1,080	1,257
- Change (%)			(0.5)	0.2	6.4	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)												Terminal
	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Value
EBITDA excl. depre from right of use	1,843	1,976	2,092	2,269	2,435	2,600	2,760	2,925	3,101	3,282	3,480	—
Free cash flow	561	846	1,128	1,482	1,619	1,750	1,875	2,002	2,143	2,283	2,235	29,382
PV of free cash flow	560	702	853	1,021	1,016	1,001	977	950	927	899	802	10,543
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	20,251											
Net debt (end-2025F)	(956)											
Minority interest	448											
Equity value	20,758											
# of shares (m)	11,000											
Equity value / share (Bt)	1.90											

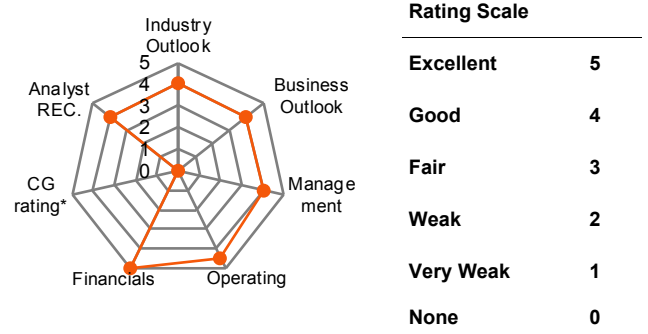
Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โรงพยาบาลจุฬารัตน์ (CHG) เป็นเครือโรงพยาบาลเอกชนที่ก่อตั้งขึ้นในปี 1986 ในภาคตะวันออกของประเทศไทย โดยเฉพาะในจังหวัดสมุทรปราการและฉะเชิงเทรา บริษัทฯ ดำเนินงานโรงพยาบาลหลัก 10 แห่ง และคลินิก 5 แห่ง ให้บริการรักษาพยาบาลแก่ผู้ป่วยเงินสดและผู้ป่วยประกันสังคม กลุ่มจุฬารัตน์มีความเชี่ยวชาญอย่างแข็งแกร่งในด้านศัลยกรรมทางมือ และศัลยกรรมโดยใช้กล้องจุลทรรศน์, ผู้ป่วยทารกแรกเกิดระยะวิกฤต (NICU), ศูนย์หัวใจ และศูนย์โรคหลอดเลือดสมอง

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแลสุขภาพในอนาคต
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- ผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การระบาดจากโควิด19

W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด โดยยังคงเน้นตลาดระดับล่างถึงกลาง และตลาดระบบประกันสุขภาพของภาครัฐ

T — Threat

- เครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้ามาแย่งตลาดระดับกลาง
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- การระบาดจากโควิด19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	2.08	1.90	-9%
Net profit 25F (Bt m)	1,006	960	-5%
Net profit 26F (Bt m)	1,116	1,059	-5%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อความสามารถในการเพิ่มราคาและการเพิ่มอัตรากำไรของ CHG

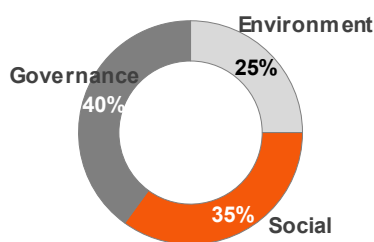
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

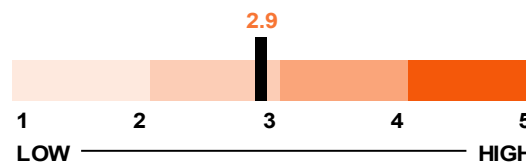
- หากกลยุทธ์ของ CHG ในการเพิ่มรายได้จากธุรกิจผู้ป่วยเงินสดกลับกลายเป็นผลที่แย่กว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- หากอัตราการเบิกเงินคืนสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการ SSS หรือโครงการประกันสุขภาพถ้วนหน้าลดลง นี่จะเป็นความเสี่ยงด้านลบอันดับสองต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- เนื่องจากการขยายขีดความสามารถในการรองรับในช่วงหลายปีข้างหน้า อาคารใหม่ของบริษัทยังคงสร้างผลกำไรได้ช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน ซึ่งเป็นความเสี่ยงด้านลบอันดับสาม
- หากมีการแข่งขันมากขึ้นจากผู้ประกอบการโรงพยาบาลที่มีอยู่เดิมและ/หรือผู้เข้ามาใหม่ในตลาดในประเทศไทย จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

ESG Weighting



Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CHG	YES	-	-	BBB	-	67.89	36.00	-	5.0

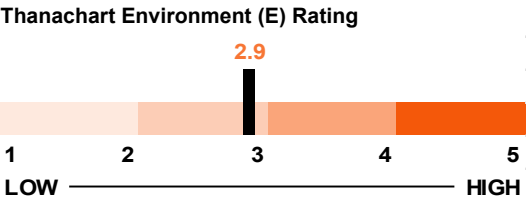
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- CHG เป็นเครือโรงพยาบาลที่ใหญ่เป็นอันดับหกในประเทศไทย การดำเนินงานของบริษัทก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกน้อยมาก คะแนน ESG ของเราสำหรับ CHG อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.9 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 3.1 เนื่องจากบริษัทให้ความสำคัญกับการนำ ESG มาใช้ในระดับที่น้อยกว่าบริษัทคู่แข่ง และมีปัญหาด้านการกำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายในโดยอดีตซีอีโอ
- CHG อาจถือได้ว่าเป็นหุ้น defensive ESG play มากกว่าการเป็นผู้นำด้าน ESG ธุรกิจโรงพยาบาลของบริษัทสนับสนุนคุณค่าทางสังคมผ่านการเข้าถึงและการมีราคาที่เหมาะสม แต่ปัญหาด้านการกำกับดูแลกิจการในอดีต และการดำเนินงานด้าน ESG ที่เน้นการปฏิบัติตามกฎระเบียบเป็นหลัก (compliance-driven) ยังคงเป็นข้อจำกัดต่อคะแนน ESG ในมุมมองของเรา
- เราชอบด้านสังคมที่แข็งแกร่งของ CHG โดยเฉพาะในด้านการเข้าถึงบริการ และการมีราคาที่เหมาะสม บริษัทมีบทบาทสำคัญในการให้บริการทางการแพทย์แก่ผู้ป่วยกลุ่มรายได้ปานกลางถึงรายได้ต่ำ รวมถึงชุมชนในพื้นที่อุตสาหกรรม ซึ่งช่วยสนับสนุนความครอบคลุมทางสังคมและการเข้าถึงบริการสาธารณสุขที่จำเป็น
- เรามองมองเชิงบวกน้อยลงต่อด้านการกำกับดูแลกิจการ ปัญหาด้านการกำกับดูแลกิจการในอดีต ความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่จำกัด และกรอบการกำกับดูแลกิจการที่เน้นการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ยังคงส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและจำกัดความน่าเชื่อถือของ ESG นอกจากนี้ การนำเทคโนโลยี IT มาใช้ที่ยังอ่อนแอ และการพัฒนาบุคลากรที่ขาดความเป็นระบบ ยังทำให้ความโดดเด่นด้านสังคมต่ำกว่าคู่แข่งระดับบน
- ประเด็นกังวลด้าน ESG ของ CHG คือความไม่แน่นอนของอัตราการขยายตัวรักษาพยาบาลจากโครงการประกันสังคม และความเสี่ยงที่จะได้รับการชำระต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เราเชื่อว่าความเสี่ยงทางธุรกิจดังกล่าวอาจสร้างแรงกดดันต่อคะแนน ESG ของ CHG

We assign CHG an Environmental score of 2.9, in line with peers, reflecting adequate policies and disclosure, with waste management as a relative strength, though conservative energy and water targets limit differentiation.

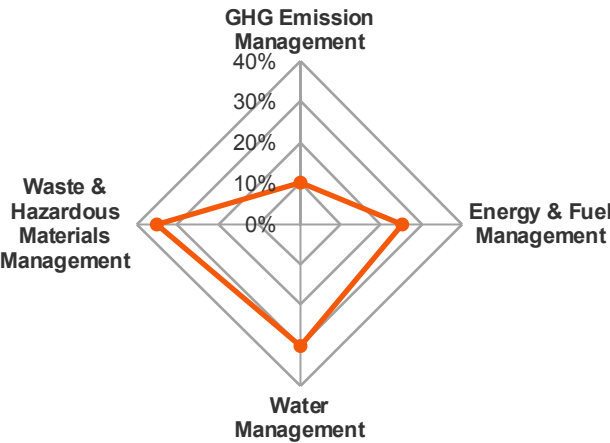


ENVIRONMENT

Our Comments

- GHG Emission Management
- Energy & Fuel Management
- Water Management
- Waste & Hazardous Materials Management

SCALE WEIGHTING

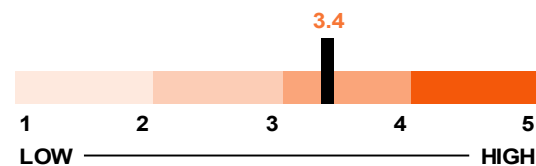


- CHG’s Environmental (E) score is 2.9, in line with its peer average of 2.9. This reflects the company’s established environmental policies, basic targets, and consistent disclosure. In our view, CHG’s ecological management is compliant and well-structured, but it does not yet stand out among peers in terms of ambition or leadership.
- CHG targets controlling electricity intensity so that it does not exceed 100kWh per inpatient bed. Key actions include replacing fluorescent lights with LED bulbs and promoting energy-saving practices across hospitals. We view these actions positively as they support cost control and operational efficiency, although the focus remains on intensity control rather than absolute energy reduction.
- CHG aims to reduce water consumption and keep water intensity below 1 cubic meter per inpatient bed. The company has a sewage system and treats wastewater to improve water quality before discharge. In our view, water management is operationally sound and well controlled, but targets are relatively conservative, limiting upside to the environmental score.
- Waste management is one of CHG’s stronger environmental areas. The company targets reducing waste generation and keeping waste intensity below 10.5 kg per inpatient bed, supported by waste segregation, recycling, and zero-waste policies. We view this positively, as waste targets are clearer and actions are more systematic compared with energy and water.
- CHG aims to become a “Green Hospital” with a zero-waste and recycling policy. Actions include a tree-planting campaign within hospital areas, reducing plastic bags and Styrofoam boxes, and encouraging double-sided paper use. These measures help raise environmental awareness and support a green culture, although clearer quantitative outcomes would strengthen credibility.

Sources: Thanachart, Company data

We assign CHG a Social score of 3.4, slightly below the sector average, reflecting strong healthcare accessibility and acceptable patient safety standards, but weaker IT adoption and staff development. In our view, CHG's Social profile is compliant, with limited differentiation from peers.

Thanachart Social (S) Rating



SOCIAL

Our Comments

- Human Rights & Community Relations
- Access & Affordability
- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Product Quality & Safety
- Fair Product Marketing & Labelling
- Operational Risk Management
- Health, Safety & Well-being
- Recruitment, Development & Retention

SCALE WEIGHTING

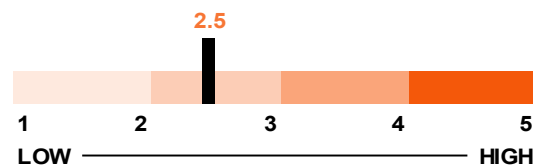


- CHG's Social (S) score is 3.4, slightly below the sector average of 3.6. This reflects acceptable patient safety standards and labor practices, but weaker execution in brand promotion, IT system implementation, and staff training compared with higher-end peers. In our view, CHG's Social profile is adequate and compliant, but it does not fully leverage its scale or differentiate itself from peers.
- We assign a high score to CHG's accessibility and affordability. CHG plays an important role in providing accessible healthcare services to a broad patient base, particularly middle- to lower-income groups and communities near industrial areas in eastern Bangkok and eastern Thailand. This supports social inclusion and access to essential medical services.
- CHG focuses on service quality, speed, and patient safety, with a target customer satisfaction rate of more than 90%. The hospital group has received quality certifications from Hospital Accreditation (HA) and Joint Commission International (JCI). We view these certifications positively, as they support service credibility and patient trust, although CHG's approach appears more compliance-driven than service-led differentiation.
- CHG emphasizes human rights through its "iCare" core value, supporting equal treatment, patient safety, and respect for dignity. We view the framework as appropriate, though disclosures remain more policy-focused than outcome-based.
- CHG provides fair pay, benefits, a safe working environment, and targets a work-related accident rate below 10%, supporting workforce stability. However, limited structured training and slower IT adoption may constrain long-term human capital development.
- CHG also engages in community health activities to support local well-being, which helps its social license to operate, though clearer targets and measurable impact indicators would strengthen ESG credibility.
- CHG has data privacy policies to protect patient information and maintain trust. However, limited disclosure on cybersecurity readiness suggests a need for clearer targets and stronger communication as digital healthcare expands.

Sources: Thanachart, Company data

We assign CHG a Governance score of 2.5, reflecting past governance concerns and limited board independence, despite basic governance and risk management structures. We believe stronger oversight and clearer accountability are needed to rebuild investor confidence.

Thanachart Governance (G) Rating

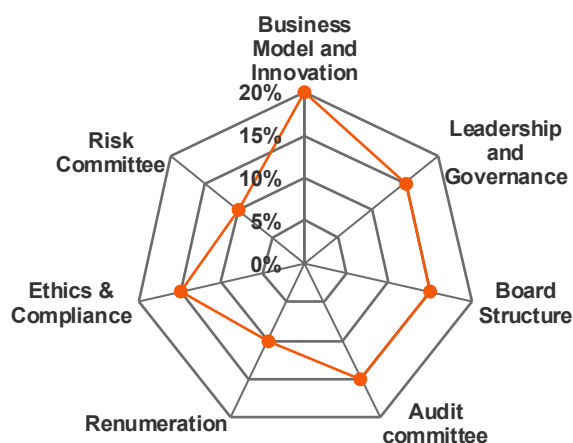


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure
- Audit committee
- Remuneration
- Ethics & Compliance
- Risk Committee

SCALE WEIGHTING



- We assign a low Governance (G) score of 2.5 to CHG due to past governance concerns, despite having basic governance structures in place. In our view, governance remains the weakest ESG pillar for CHG and continues to weigh on its overall ESG credibility.
- CHG is one of the large hospital chains in Thailand under the “Chularat” brand and a major provider under the Social Security Scheme (SSS). CHG has developed competitive strategies to support long-term business sustainability. The company is upgrading service quality and moving toward higher-complexity medical treatments to meet rising demand for more advanced care, particularly among Social Security and general patients. In our view, this strategy supports sustainable long-term growth, although stronger governance oversight and clearer accountability will be important to ensure effective execution.
- A key governance concern is that Dr. Kumpol Plussind, a former CEO, was penalized by the SEC for using insider information to buy CHG shares. This incident has had a negative impact on investor trust and governance perception. While CHG has since strengthened internal controls and compliance practices, in our view, the legacy issue continues to cap its governance score and requires ongoing effort to rebuild confidence.
- In our view, CHG does not have an ideal board structure. The board chairman represents major shareholders (the Plussind family), which limits board independence. Of the 12 directors, only four are independent, below the ideal two-thirds ratio, and only two directors are female. While the structure meets minimum regulatory requirements, we believe stronger board independence and diversity would improve oversight quality and long-term investor confidence.
- CHG has established guidelines and working groups covering anti-corruption, risk assessment, and compliance with its code of conduct and applicable laws. The company also has a dedicated risk management committee to oversee organizational risks. We view these actions positively, as they support transparent and controlled operations, although clearer disclosure on outcomes and effectiveness would further strengthen governance credibility.

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

*Earnings recovery in
2026-27F*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	7,730	8,237	8,218	8,642	9,290
Cost of sales	5,631	6,068	5,881	6,134	6,610
Gross profit	2,100	2,169	2,337	2,508	2,680
% gross margin	27.2%	26.3%	28.4%	29.0%	28.8%
Selling & administration expenses	1,003	1,127	1,134	1,174	1,242
Operating profit	1,097	1,042	1,203	1,334	1,438
% operating margin	14.2%	12.7%	14.6%	15.4%	15.5%
Depreciation & amortization	458	523	517	521	549
EBITDA	1,555	1,565	1,720	1,855	1,987
% EBITDA margin	20.1%	19.0%	20.9%	21.5%	21.4%
Non-operating income	293	258	82	65	65
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(24)	(35)	(28)	(20)	(22)
Pre-tax profit	1,366	1,265	1,257	1,380	1,482
Income tax	279	267	249	273	293
After-tax profit	1,087	998	1,009	1,107	1,188
% net margin	14.1%	12.1%	12.3%	12.8%	12.8%
Shares in affiliates' Earnings	(19)	(20)	(11)	(8)	(5)
Minority interests	(21)	(13)	(38)	(40)	(35)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	1,046	965	960	1,059	1,149
Normalized profit	1,046	965	960	1,059	1,149
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
2026-27F*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	4,046	4,095	3,870	3,483	3,661
Cash & cash equivalent	1,524	1,812	1,620	1,120	1,120
Account receivables	2,158	1,948	1,891	1,989	2,138
Inventories	336	300	322	336	362
Others	27	36	36	38	41
Investments & loans	122	102	102	102	102
Net fixed assets	5,701	5,772	6,270	6,761	7,023
Other assets	395	417	407	413	431
Total assets	10,264	10,387	10,648	10,760	11,218
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,485	1,468	1,509	1,502	1,620
Account payables	894	869	886	924	996
Bank overdraft & ST loans	45	50	66	43	47
Current LT debt	82	81	90	58	64
Others current liabilities	464	468	467	476	513
Total LT debt	556	512	508	331	360
Others LT liabilities	293	276	272	276	287
Total liabilities	2,333	2,256	2,289	2,109	2,267
Minority interest	406	410	448	488	523
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	5,664	5,916	6,181
Shareholders' equity	7,525	7,720	7,911	8,162	8,428
Liabilities & equity	10,264	10,387	10,648	10,760	11,218

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT*Strong cash inflow stream*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,366	1,265	1,257	1,380	1,482
Tax paid	(325)	(291)	(234)	(277)	(283)
Depreciation & amortization	458	523	517	521	549
Chg In working capital	581	222	51	(73)	(104)
Chg In other CA & CL / minorities	48	(10)	(32)	(4)	18
Cash flow from operations	2,127	1,710	1,559	1,547	1,662
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	(8)	(16)
Cash flow from investments	(1,443)	(613)	(1,003)	(1,009)	(817)
Debt financing	(116)	(40)	21	(231)	38
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,045)	(770)	(769)	(807)	(883)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(1,161)	(810)	(747)	(1,039)	(845)
Free cash flow	735	1,141	559	547	862

VALUATION*Inexpensive valuation, in our view*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	16.0	17.3	17.4	15.8	14.6
Normalized PE - at target price (x)	20.0	21.7	21.8	19.7	18.2
PE (x)	16.0	17.3	17.4	15.8	14.6
PE - at target price (x)	20.0	21.7	21.8	19.7	18.2
EV/EBITDA (x)	10.2	9.9	9.2	8.6	8.1
EV/EBITDA - at target price (x)	12.9	12.6	11.6	10.9	10.2
P/BV (x)	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0
P/BV - at target price (x)	2.8	2.7	2.6	2.6	2.5
P/CFO (x)	7.9	9.8	10.7	10.8	10.1
Price/sales (x)	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8
Dividend yield (%)	4.6	4.6	4.6	5.1	5.5
FCF Yield (%)	4.4	6.8	3.3	3.3	5.2
(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	0.0	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

2026-27F revenue growth
driven by cash and SSS
patients

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(23.5)	6.6	(0.2)	5.2	7.5
Net profit (%)	(62.4)	(7.7)	(0.6)	10.3	8.5
EPS (%)	(62.4)	(7.7)	(0.6)	10.3	8.5
Normalized profit (%)	(62.4)	(7.7)	(0.6)	10.3	8.5
Normalized EPS (%)	(62.4)	(7.7)	(0.6)	10.3	8.5
Dividend payout ratio (%)	73.6	79.8	80.0	80.0	80.0
Operating performance					
Gross margin (%)	27.2	26.3	28.4	29.0	28.8
Operating margin (%)	14.2	12.7	14.6	15.4	15.5
EBITDA margin (%)	20.1	19.0	20.9	21.5	21.4
Net margin (%)	14.1	12.1	12.3	12.8	12.8
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	43.2	67.1	66.1
Interest coverage - EBITDA (x)	64.8	45.4	61.8	93.3	91.3
ROA - using norm profit (%)	10.2	9.3	9.1	9.9	10.5
ROE - using norm profit (%)	13.9	12.7	12.3	13.2	13.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	14.4	13.1	12.9	13.8	14.3
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	18.0	15.8	15.6	16.2	16.2
- leverage (x)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
- interest burden (%)	98.3	97.3	97.8	98.6	98.6
- tax burden (%)	79.6	78.9	80.2	80.2	80.2
WACC (%)	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
ROIC (%)	13.8	12.3	14.7	15.4	15.4
NOPAT (Bt m)	873	822	965	1,070	1,154
invested capital (Bt m)	6,683	6,551	6,955	7,475	7,778

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 26.00

Upside : 41.3%

(From: Bt 31.00)

9 JANUARY 2026

Small Cap Research

Praram 9 Hospital Pcl. (PR9 TB)

กำไรเติบโตแข็งแกร่งที่สุด

PR9 ยังคงเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ เนื่องจากกำไรมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มฯ โดยยังคงอยู่ในช่วงการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ใหม่ที่เริ่มในปี 2021 ซึ่งช่วยรองรับผู้ป่วยต่างชาติได้มากขึ้น มีศูนย์เฉพาะทางมากขึ้น และอัตรากำไรที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ยังอยู่ในช่วงเพิ่มอัตราการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ แนะนำ “ซื้อ” บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล “แนวโน้มค่อนข้างขบเซา” วันที่ 9 มกราคม 2026 โดย PR9 ยังคงเป็น Top Pick ของเรา เนื่องจากกำไรมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งที่สุด บริษัทยังคงอยู่ในช่วงการเพิ่มการใช้สินทรัพย์ซึ่งเริ่มในปี 2021 หลังการเพิ่มขีดความสามารถในการรองรับ 23% จากการเปิดอาคาร B ใหม่ นับจากนั้นปัจจัยพื้นฐานของ PR9 ได้ปรับตัวดีขึ้น 1) สัดส่วนรายได้ผู้ป่วยต่างชาติเพิ่มขึ้นจาก 16% ในปี 2019 เป็น 27% ในปี 2025F และ 31% ในปี 2027F 2) การเปิดศูนย์เฉพาะทางใหม่ 7 แห่ง และการเพิ่มขีดความสามารถในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาช่วยหนุนการเติบโตของรายได้และอัตรากำไร 3) จากปัจจัยข้างต้น และ operating leverage ที่เป็นบวก เราคาดว่า EPS จะเติบโต 15/12/9/8% ในปี 2025–28F และ ROE เพิ่มขึ้นจาก 7.2% ในปี 2019 เป็น 14.4% ในปี 2025F และ 14.9% ในปี 2028F แต่ด้วยความผันผวนที่เพิ่มขึ้นของทั้งกลุ่มฯ และหุ้นรายตัว เราจึงปรับค่าเบต้าขึ้นเป็น 0.72 จาก 0.55 ทำให้ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) ลดลงมาที่ 26.0 บาท จาก 31.0 บาท

ผู้ป่วยต่างชาติแข็งแกร่ง

PR9 ได้รูดตลาดตะวันออกกลางตั้งแต่กลางปี 2024 ทำให้รายได้ผู้ป่วยต่างชาติมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นจาก 14% ในปี 2023 เป็น 26.5% ใน 9M25 และปัจจัยนี้ยังคงเป็นปัจจัยผลักดันหลักของรายได้และกำไรของ PR9 ในอีกหลายปีข้างหน้า โดยคาดว่าสัดส่วนนี้จะเพิ่มขึ้นเป็น 31% ในปี 2028F แหล่งรายได้หลักมาจากผู้ป่วยที่ได้รับการสนับสนุนค่าใช้จ่ายจากรัฐบาลกาตาร์ ผู้ป่วยชำระเงินเองจากตะวันออกกลาง (ซาอุดีอาระเบีย สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ และโอมาน) ผู้ป่วยจากเมียนมาและลาว รวมถึงตลาดใหม่ เช่น บังกลาเทศและเคนยา เราคาดว่ารายได้จากผู้ป่วยต่างชาติจะเติบโต 78/25/10/7% ในปี 2025–28F

อัตรากำไรยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

แม้จะมีค่าใช้จ่ายด้านการตลาดเพิ่มขึ้นจากการขยายเข้าสู่ตลาดใหม่ แต่ EBIT margin ของ PR9 คงอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น โดยอัตรากำไรเพิ่มจาก 14.5/16.2% ในปี 2023–24 เป็น 16.9% ในปี 2025F และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 18.0% ในปี 2028F หนุนโดยอัตราการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น สัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติที่รักษาโรคภัยเรื้อรังที่มากขึ้น และการหันไปเน้นศูนย์เฉพาะทางซึ่งมีอัตรากำไรสูงกว่า ในปี 2021 อาคาร B ใหม่ได้เพิ่มขีดความสามารถในการรองรับแก่ PR9 อีก 23% หรือคิดเป็นจำนวน 204 เตียง โดยอัตราการดำเนินงานรวมอยู่ที่ 68% ใน 9M25 และสามารถขยายได้สูงสุดถึง 300 เตียงภายในอาคารเดิม ทั้งนี้ PR9 มีแผนเพิ่มเตียงอีก 20 เตียงในช่วงต้นปี 2026 โดยไม่ต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก เราคาดว่าอัตราการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้นเป็น 72% ภายในปี 2028F

4Q25F น่าจะอ่อนแอ

รายได้เติบโต 10–11% y-y ในเดือนค.ค.-พ.ย.2025 โดยผู้ป่วยต่างชาติเติบโตแข็งแกร่งกว่าผู้ป่วยไทย อย่างไรก็ตาม ไม่เหมือนใน 4Q24 ตรงที่ PR9 ไม่ได้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีของ BOI ใน 4Q25 ดังนั้นเราคาดว่ากำไรเติบโตของกำไร 4Q25F จะชะลอตัวลงมาอยู่ที่ 4% y-y และลดลง 3.8% q-q ทั้งนี้ PR9 ไม่ต้องตั้งสำรองสำหรับการขยายระยะเวลารักษาเงินของกาตาร์ จากการที่ PR9 ได้รับการจัดให้เป็นผู้ให้บริการหลัก

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



SIRIPORN ARUNOTHAI

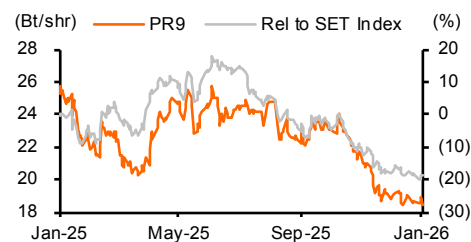
662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	4,635	5,273	5,817	6,195
Net profit	713	820	916	994
Consensus NP	—	828	931	1,010
Diff frm cons (%)	—	(1.0)	(1.6)	(1.6)
Norm profit	713	820	916	994
Prev. Norm profit	—	826	915	993
Chg frm prev (%)	—	(0.7)	0.1	0.0
Norm EPS (Bt)	0.9	1.0	1.2	1.3
Norm EPS grw (%)	27.8	15.0	11.8	8.5
Norm PE (x)	20.3	17.7	15.8	14.6
EV/EBITDA (x)	11.5	10.1	8.7	7.9
P/BV (x)	2.7	2.4	2.2	2.1
Div yield (%)	2.2	2.8	3.5	4.1
ROE (%)	13.6	14.4	14.8	14.8
Net D/E (%)	(41.2)	(38.8)	(41.6)	(43.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jan-26 (Bt)	18.40
Market Cap (US\$ m)	459.1
Listed Shares (m shares)	786.3
Free Float (%)	58.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.3
12M Price H/L (Bt)	25.75/18.40
Sector	Health Care
Major Shareholder	Damapong family 37.27%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P59

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
# OPD patients (people)						
- New	547,000	568,000	590,720	608,442	620,610	633,023
- Old			585,040	599,666	611,659	623,893
- Change (%)			1.0	1.5	1.5	1.5
# IPD patients (Beds/year)						
- New	44,530	44,895	51,180	55,275	56,933	58,641
- Old			51,629	54,211	55,837	57,512
- Change (%)			(0.9)	2.0	2.0	2.0
Revenue from cash patients (Bt m)						
- New	4,202	4,635	5,273	5,816	6,194	6,599
- Old			5,271	5,726	6,098	6,495
- Change (%)			0.0	1.6	1.6	1.6
Gross margin (%)						
- New	32.9	34.3	36.7	37.0	37.2	37.3
- Old			36.6	36.9	37.1	37.3
- Change (ppt.)			0.0	0.0	0.0	0.0
SG&A to sales (%)						
- New	18.4	18.1	19.8	19.6	19.5	19.3
- Old			19.6	19.4	19.3	19.1
- Change (ppt.)			0.2	0.2	0.2	0.2
Normalized profit (Bt m)						
- New	558	713	820	916	994	1,071
- Old			826	915	993	1,071
- Change (%)			(0.7)	0.1	0.0	—

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	1,348	1,450	1,551	1,639	1,731	1,827	1,928	2,033	2,144	2,261	2,387	—
Free cash flow	741	825	1,008	1,082	1,161	1,243	1,329	1,419	1,514	1,612	1,520	23,822
PV of free cash flow	739	701	789	781	772	762	750	738	726	713	619	9,699
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.7											
WACC (%)	8.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	17,789											
Net debt (end 2025F)	(2,305)											
Minority interest	0											
Equity value	20,094											
# of shares (m)	786											
Equity value / share (Bt)	26.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงพยาบาลพระรามเก้า จำกัด (มหาชน) (PR9) ก่อตั้งขึ้นในปี 1992 ตั้งอยู่บนถนนพระราม 9 ซึ่งเป็นย่านธุรกิจใหม่ของกรุงเทพมหานคร ณ สิ้น 3Q25 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

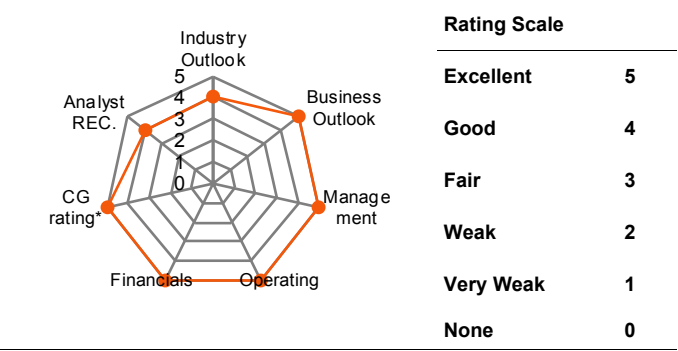
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	26.91	26.00	-3%
Net profit 25F (Bt m)	828	820	-1%
Net profit 26F (Bt m)	931	916	-2%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากกว่าต่ออัตรากำไรของบริษัท

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- เน้นผู้ป่วยเงินสดระดับกลาง-บนเป็นหลัก

T — Threat

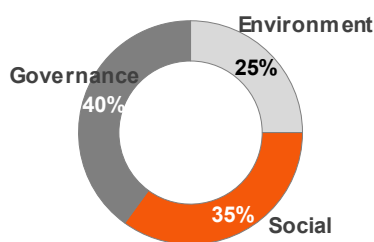
- คู่แข่งใหม่เข้ามายังตลาดมากขึ้น
- ความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์และกฎหมาย
- การระบาดของโควิด-19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

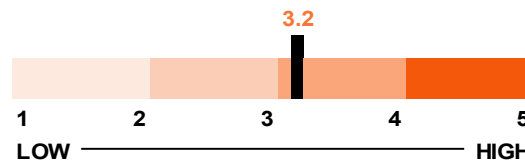
- หากจำนวนผู้ป่วยต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ อาจส่งผลให้เกิดความเสี่ยงด้านผลตอบแทนผลประโยชน์ประกอบการของเรา
- หาก PR9 สามารถเพิ่มค่าบริการต่อครั้งได้ต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะเป็นความเสี่ยงต่อการคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้น และประมาณการกำไรของเรา
- หากความสามารถของ PR9 ในการควบคุมต้นทุนต่ำกว่าที่เราคาดไว้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

Source: Thanachart

ESG Weighting



Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
PR9	YES	AAA	-	-	-	65.97	-	-	5.0

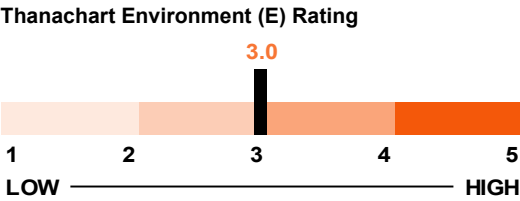
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- PR9 เป็นโรงพยาบาลเอกชนเดี่ยวระดับกลางถึงบน มีจำนวนเตียง 204 เตียง ด้วยลักษณะธุรกิจดังกล่าว บริษัทจึงไม่ได้ก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในปริมาณที่มีนัยสำคัญ เราให้คะแนน ESG ของ PR9 อยู่ในระดับค่อนข้างดีที่ 3.2 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมเล็กน้อยที่ 3.1 โดยเราให้คะแนนสูงสุดในด้านสังคม รองลงมาคือสิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแลกิจการ
- PR9 มีคะแนน ESG อยู่ในระดับค่อนข้างดี แต่ในมุมมองของเรา ยังไม่ถือเป็นหุ้นที่โดดเด่นด้าน ESG อย่างชัดเจน เนื่องจากบริษัทยังดำเนินธุรกิจตามปกติ และยังไม่มียุทธศาสตร์เชิงกลยุทธ์ทางธุรกิจที่เชื่อมโยงกับธีม ESG โดยตรง
- จุดแข็งด้าน ESG ที่สำคัญของ PR9 อยู่ที่ด้านสังคม ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากคุณภาพการให้บริการที่สูง ความปลอดภัยของผู้ป่วย และการมีเป้าหมายที่ชัดเจนด้านสวัสดิการพนักงานและความพึงพอใจของผู้ป่วย เรามองว่าจุดแข็งเหล่านี้ฝังอยู่ในธุรกิจหลักของบริษัทอย่างดี ช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นต่อแบรนด์และความยืดหยุ่นในการเติบโตระยะยาว
- จุดอ่อนด้าน ESG หลักของ PR9 อยู่ที่โครงสร้างคณะกรรมการภายใต้มติการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะความเป็นอิสระและความหลากหลายของคณะกรรมการที่ยังจำกัด ประเด็นที่ไม่เป็นอิสระและสัดส่วนของกรรมการอิสระที่ต่ำกว่ามาตรฐาน อาจจำกัดประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกลยุทธ์ระยะยาว นอกจากนี้ แม้เป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมจะมีความโปร่งใสและมีทิศทางที่ชัดเจน แต่ยังคงอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ ทำให้โอกาสเพิ่มคะแนน ESG ในระยะสั้นยังจำกัดเมื่อเทียบกับคู่แข่งรายใหญ่
- ประเด็นสำคัญที่ต้องติดตามสำหรับ PR9 คือความพยายามในการขยายรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติ หาก PR9 สามารถเจาะตลาดและเพิ่มรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติที่มาจากฐานลูกค้าที่หลากหลายมากขึ้นได้ ความสำเร็จนี้จะช่วยเสริมประสิทธิภาพด้าน ESG ภายใต้มโนเดลธุรกิจเพื่อความยั่งยืน

We assign PR9 an Environment score of 3.0, slightly above peers, reflecting clear climate commitments and sound operational environmental management. However, modest reduction targets and limited near-term emissions cuts cap its environmental upside.

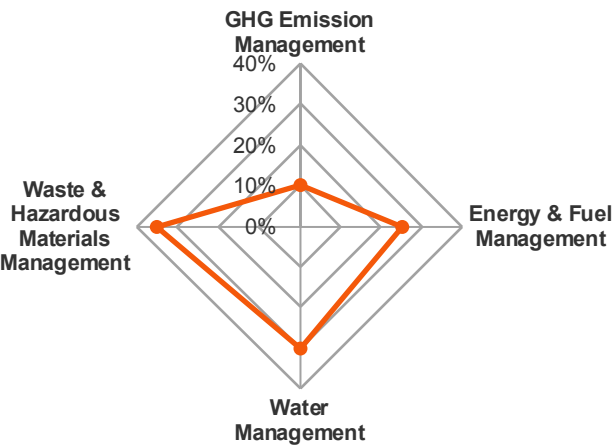


ENVIRONMENT

Our Comments

- GHG Emission Management
- Energy & Fuel Management
- Water Management
- Waste & Hazardous Materials Management

SCALE WEIGHTING

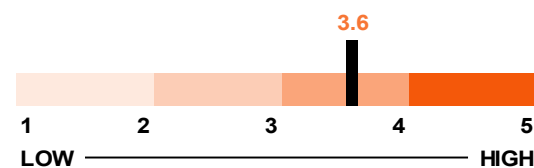


- We assign PR9 an Environment (E) score of 3.0, which is slightly above its peer average of 2.9.
- PR9 targets carbon neutrality by 2050 and net-zero GHG emissions by 2065, with interim Scope 1-3 targets. It discloses externally verified GHG data under TGO standards and follows TCFD. While absolute emissions rose in 2024, emissions intensity declined; we view the strategy as transparent but in need of stronger near-term reductions.
- PR9 targets a 0.5% reduction in purchased electricity by 2028 compared with the 2022 base year. The hospital focuses on improving energy efficiency, using solar rooftop power, and optimizing major systems such as air conditioning and wastewater treatment. These actions helped reduce electricity costs in 2024, even though total electricity use increased due to higher activity. We see energy management as practical and cost-efficient, but the reduction target appears relatively modest given ongoing capacity expansion.
- PR9 aims to reduce water consumption by 0.5% by 2028 vs. 2022. Key efforts include adjusting restroom flushing systems and reusing treated wastewater for gardening, which helped lower water intensity and increase recycled water usage. Overall, water management is effective at the operational level, but the long-term reduction target remains conservative.
- PR9 targets a 2% reduction in total waste generation by 2028 compared with 2022 and emphasizes reuse and recycling. The hospital improves waste segregation and converts certain plastic medical waste into reusable products through external partnerships. In our view, waste management shows good progress toward circular economy practices, although waste volumes still fluctuate year to year, indicating room for further control.
- PR9 places strong emphasis on air quality management, especially PM2.5, by improving ventilation systems and installing HEPA filters in critical areas. These measures also support infection control and patient safety. The hospital reported no environmental law violations during 2022–24. We believe air pollution management is a clear strength and well aligned with healthcare operations.

Sources: Thanachart, Company data

We assign PR9 a Social score of 3.6, which is in line with its peer average. Although PR9 is a single hospital, its Social score remains relatively high due to its strong brand and high service quality and standards.

Thanachart Social (S) Rating



SOCIAL

Our Comments

- Human Rights & Community Relations
- Access & Affordability
- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Product Quality & Safety
- Fair Product Marketing & Labelling
- Operational Risk Management
- Health, Safety & Well-being
- Recruitment, Development & Retention

SCALE WEIGHTING

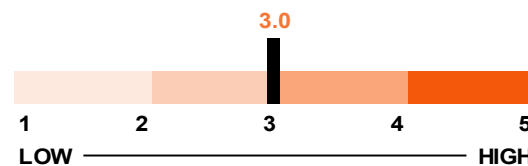


- We assign PR9 a Social (S) score of 3.6, which is in line with its peer average. Although PR9 is a single hospital, its S score remains relatively high due to its strong brand and high service quality and standards. PR9 utilizes modern technology to treat complex and critical diseases, providing patient-centric services. It has received quality certifications, including ISO 9001, ISO 9002, Hospital Accreditation (HA), and Joint Commission International (JCI) accreditation.
- PR9 aims to strengthen employee welfare through clear targets, including at least 20 training hours per employee per year, a zero-accident rate, zero occupational morbidity, an employee engagement rate of no less than 80%, and a staff turnover rate below 10%. The hospital supports these goals through regular training, workplace safety programs, health checks, and engagement surveys. In our view, these targets are clear and relevant for a labor-intensive healthcare business and help PR9 retain skilled staff while reducing operational and reputational risks.
- PR9 focuses on continuous human capital development to support service quality and long-term growth. Training programs cover clinical skills, language skills for international patients, digital tools, and the use of AI in healthcare operations, with a minimum of 20 training hours per employee each year. We see talent development as well aligned with PR9's strategy to enhance service quality and operational efficiency, supporting sustainable competitiveness.
- PR9's key social objective is to deliver safe, high-quality healthcare services and maintain patient trust. The hospital targets OPD and IPD patient satisfaction of at least 95%, supported by strict patient safety standards, infection control measures, and continuous service quality monitoring. We believe patient satisfaction targets are ambitious yet achievable and reflect PR9's strong focus on service quality, which is critical for brand strength and repeat patient volumes.
- PR9 targets a 20% increase in community and social activities by 2025 vs. the 2020 base, through health promotion, knowledge sharing, and outreach programs. We view this as supportive of PR9's social license and stakeholder relations, though not a direct earnings driver.

Sources: Thanachart, Company data

We assign PR9 a Governance score of 3.0, above the sector average of 2.8, reflecting the absence of major governance issues and adequate oversight. While its business model complexity lags behind that of larger peers, PR9's strategy to move toward higher-intensity care and digital transformation should support stronger long-term sustainability.

Thanachart Governance (G) Rating



GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure
- Audit committee
- Remuneration
- Ethics & Compliance
- Risk Committee

- We assign a Governance (G) score of 3.0 to PR9, which is above the sector average of 2.8, reflecting the absence of major corporate governance issues. PR9 has clear governance policies and no major controversies. We view its governance as generally sound, supporting credibility and investor confidence, though board structure can be improved.
- We assign a lower score to PR9's business model and innovation compared with Bumrungrad Hospital (BH) and Bangkok Dusit Medical Services (BDMS), due to its lower complexity of medical treatments. However, we see room for improvement as PR9's business strategy is shifting toward higher-complexity medical services. With additional capacity from the new Building B, PR9 plans to add more centers of excellence to expand high-complexity treatments and capture the ageing society megatrend. We believe this strategy will strengthen PR9's long-term growth trajectory. In addition, management's focus on digital transformation and the adoption of modern medical and information technology supports efficiency, service quality, and scalability, which are important for sustaining margins and long-term growth.
- We assign a low score to PR9's board structure, as the board chairman is not independent and board independence remains below best-practice standards, with only four of the 10 directors classified as independent, compared with the ideal two-thirds ratio. In addition, board diversity is limited, with only two female directors.
- PR9 has established key governance bodies, including an audit committee, a remuneration committee, and a risk working group, to support internal controls, executive compensation oversight, and risk management. These committees help ensure transparency, financial discipline, and proactive risk identification. We believe the committee structure is appropriate for PR9's size and complexity, providing a solid foundation for effective oversight.
- PR9 aims to manage operational, financial, and compliance risks in a structured manner. The company uses risk assessment processes and internal control systems to monitor key risks and support business continuity. From our perspective, risk management practices appear adequate and well-integrated into operations, helping to limit downside risks in a highly regulated healthcare sector.

SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Strong revenue growth is driven by international patients

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	4,202	4,635	5,273	5,817	6,195
Cost of sales	2,820	3,045	3,340	3,667	3,893
Gross profit	1,382	1,590	1,933	2,150	2,302
% gross margin	32.9%	34.3%	36.7%	37.0%	37.2%
Selling & administration expenses	774	837	1,044	1,140	1,205
Operating profit	608	753	889	1,010	1,097
% operating margin	14.5%	16.2%	16.9%	17.4%	17.7%
Depreciation & amortization	299	306	317	338	352
EBITDA	907	1,059	1,206	1,348	1,450
% EBITDA margin	21.6%	22.8%	22.9%	23.2%	23.4%
Non-operating income	81	110	125	126	138
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
Pre-tax profit	689	862	1,013	1,135	1,234
Income tax	131	149	193	219	241
After-tax profit	558	713	820	916	994
% net margin	13.3%	15.4%	15.5%	15.7%	16.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	558	713	820	916	994
Normalized profit	558	713	820	916	994
EPS (Bt)	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3

BALANCE SHEET

No new significant investments planned in 2025-27

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	2,251	2,658	2,819	3,250	3,653
Cash & cash equivalent	1,901	2,243	2,306	2,685	3,051
Account receivables	290	343	433	478	509
Inventories	48	57	62	68	73
Others	12	15	17	19	20
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	3,243	3,194	3,577	3,739	3,887
Other assets	415	548	557	566	576
Total assets	5,910	6,399	6,953	7,555	8,115
LIABILITIES:					
Current liabilities:	632	758	776	849	902
Account payables	522	647	641	703	747
Bank overdraft & ST loans	0	0	1	1	1
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	110	111	135	144	154
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	198	203	233	257	273
Total liabilities	830	961	1,009	1,106	1,175
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
Retained earnings	2,359	2,718	3,223	3,729	4,219
Shareholders' equity	5,080	5,439	5,944	6,450	6,940
Liabilities & equity	5,910	6,399	6,953	7,555	8,115

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT*Strong cash inflow stream*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	689	862	1,013	1,135	1,234
Tax paid	(128)	(166)	(174)	(220)	(233)
Depreciation & amortization	299	306	317	338	352
Chg In working capital	(22)	64	(103)	12	8
Chg In other CA & CL / minorities	(2)	14	2	9	0
Cash flow from operations	836	1,080	1,056	1,274	1,363
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)	21	14	7
Cash flow from investments	(438)	(385)	(679)	(486)	(493)
Debt financing	0	0	1	0	0
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(234)	(351)	(315)	(410)	(504)
Warrants & other surplus	21	(3)	0	0	0
Cash flow from financing	(214)	(354)	(314)	(409)	(504)
Free cash flow	511	823	356	774	863

VALUATION*Inexpensive valuation, in our view*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	25.9	20.3	17.7	15.8	14.6
Normalized PE - at target price (x)	36.6	28.7	24.9	22.3	20.6
PE (x)	25.9	20.3	17.7	15.8	14.6
PE - at target price (x)	36.6	28.7	24.9	22.3	20.6
EV/EBITDA (x)	13.9	11.5	10.1	8.7	7.9
EV/EBITDA - at target price (x)	20.4	17.2	15.0	13.2	12.0
P/BV (x)	2.8	2.7	2.4	2.2	2.1
P/BV - at target price (x)	4.0	3.8	3.4	3.2	2.9
P/CFO (x)	17.3	13.4	13.7	11.4	10.6
Price/sales (x)	3.4	3.1	2.7	2.5	2.3
Dividend yield (%)	1.6	2.2	2.8	3.5	4.1
FCF Yield (%)	3.5	5.7	2.5	5.3	6.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3
EPS	0.7	0.9	1.0	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	1.3	1.6	1.7
FCF/share	0.7	1.0	0.5	1.0	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Strong earnings growth,
driven by rising revenue
and expanding margins*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	2.3	10.3	13.8	10.3	6.5
Net profit (%)	(1.7)	27.8	15.0	11.8	8.5
EPS (%)	(29.1)	27.8	15.0	11.8	8.5
Normalized profit (%)	(1.7)	27.8	15.0	11.8	8.5
Normalized EPS (%)	(1.7)	27.8	15.0	11.8	8.5
Dividend payout ratio (%)	42.3	44.1	50.0	55.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	32.9	34.3	36.7	37.0	37.2
Operating margin (%)	14.5	16.2	16.9	17.4	17.7
EBITDA margin (%)	21.6	22.8	22.9	23.2	23.4
Net margin (%)	13.3	15.4	15.5	15.7	16.0
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	12.3	12.6	12.7
ROE - using norm profit (%)	11.4	13.6	14.4	14.8	14.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.4	13.6	14.4	14.8	14.8
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	16.4	18.6	19.2	19.5	19.9
- 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	80.9	80.7	80.5
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
ROIC (%)	16.3	19.6	22.5	22.4	23.5
NOPAT (Bt m)	493	622	719	815	883
invested capital (Bt m)	3,178	3,196	3,638	3,766	3,890

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 7.20

Downside : 20.9%

(From: Bt 5.80)

9 JANUARY 2026

Small Cap Research

Thonburi Healthcare Group (THG TB)

มูลค่าแพงไป

เรายังคงให้คำแนะนำ “ขาย” THG เนื่องจากมูลค่าที่สูงเกินไป ทั้งนี้แม้จะมีแนวโน้มการพลิกกลับของกำไรจากดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงหลังการชำระหนี้ การเพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการ และศักยภาพในการสร้างประสิทธิภาพดำเนินงานร่วมกับ RAM ผู้ถือหุ้นรายใหม่



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับกำไรลงอีก คงคำแนะนำ “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล “แนวโน้มค่อนข้างขบเซา” วันที่ 9 มกราคม 2026 เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” THG 1) การฟื้นตัวของธุรกิจโรงพยาบาลของ THG ช้ากว่าที่คาดไว้ ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรลงอย่างมีนัยสำคัญถึง 38-54% ในปี 2025-28F อย่างไรก็ตาม จากการปรับมาใช้ฐาน 2026F และการปรับลดสมมติฐานค่าเบต้าเหลือ 0.93 จาก 1.5 เนื่องจากความผันผวนของราคาหุ้นที่ลดลง หลังจากโรงพยาบาลรามคำแหง (RAM) เข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ส่งผลให้ราคาเป้าหมายปรับขึ้นเป็น 7.20 บาท จากเดิม 5.80 บาท 2) เรามองว่า THG ยังมีมูลค่าที่แพงที่ 2026F PE ที่ 54.7 เท่า ซึ่งเรามองว่าได้สะท้อนความคาดหวังต่อการฟื้นตัวของกำไรจากดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงไปมากแล้ว

ดอกเบี้ยจ่ายลดลง

THG ได้เพิ่มทุนผ่านการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้ผู้ถือหุ้นเดิม และการจัดสรรหุ้นแบบเฉพาะเจาะจง โดยระดมทุนได้ 6.3 พันลบ. ใน 3Q25 ส่งผลให้สัดส่วนการถือหุ้นของ RAM เพิ่มขึ้นเป็น 49.99% จากเดิม 24.59% เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนกว่า 95% ถูกนำไปใช้ชำระหนี้ เราคาดว่ากำไรของ THG จะพลิกจากขาดทุน 110 ลบ. ในปี 2024 เป็นกำไร 103 ลบ. ในปี 2025F และเติบโตต่อเนื่องอีก 108/15/17% ในปี 2026-28F การฟื้นตัวที่แข็งแกร่งในปี 2026F มีสาเหตุหลักจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงหลังการชำระหนี้ ขณะที่การเติบโตในปี 2027-28F คาดว่าจะได้แรงหนุนจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นของโรงพยาบาลที่มีอยู่ และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากโรงพยาบาล Aryu International Hospital ในเมียนมา ซึ่ง THG ถือหุ้นอยู่ 40%

อยู่ในช่วงการปรับโครงสร้าง

RAM เป็นเครือโรงพยาบาลขนาดใหญ่อันดับสองของไทย โดย THG คาดว่าจะได้ประโยชน์จากความร่วมมือและการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานมากขึ้น หลังจากที่ RAM เข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ปัจจุบันทั้งสองฝ่ายอยู่ระหว่างการประเมินแนวทางความร่วมมือที่เป็นไปได้ อาทิ การใช้ทรัพยากรร่วมกัน การจัดซื้อจัดจ้างร่วม การแลกเปลี่ยนองค์ความรู้ และการส่งต่อผู้ป่วยภายในเครือ อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการเกิดขึ้นจริงของประโยชน์จากความร่วมมือดังกล่าวยังมีความไม่แน่นอน และมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป

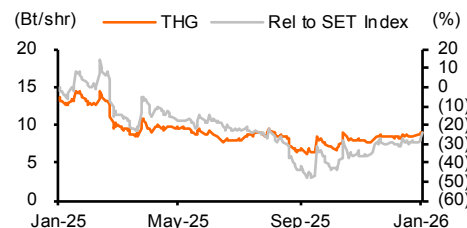
แผนการลงทุนใหม่

หลังจากเปิดอาคารผู้ป่วยนอกแห่งใหม่ที่โรงพยาบาลธนบุรี และศูนย์รังสีรักษาแห่งใหม่ที่ธนบุรีตรังในปี 2025 แล้ว THG มีแผนเปิดอาคารใหม่ขนาด 49 เตียงที่โรงพยาบาลธนบุรีทวีวัฒนา และศูนย์การแพทย์ธนบุรีลินดาที่โรงพยาบาลธนบุรีตรังในปี 2026 จากนั้นจะเปิดอาคารใหม่ขนาด 24 เตียงที่โรงพยาบาลธนบุรีราษฎร์ยินดีในปี 2027 และอาคารใหม่ขนาด 150 เตียงที่โรงพยาบาลธนบุรีในปี 2028 เราคาดว่าวงลงทุนของ THG อยู่ที่ 0.8/1.0/1.0/0.6 พันลบ. ในปี 2025-28F ทั้งนี้ การขยายกำลังการผลิตในโรงพยาบาลเดิมเหล่านี้คาดว่าจะส่งผลให้ต้นทุนการดำเนินงานสูงขึ้นในช่วงแรกของการดำเนินการ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	9,479	9,182	10,080	11,078
Net profit	(1,765)	145	298	341
Consensus NP	—	na	na	na
Diff frm cons (%)	—	na	na	na
Norm profit	(110)	103	298	341
Prev. Norm profit	—	221	535	596
Chg frm prev (%)	—	(53.5)	(44.4)	(42.8)
Norm EPS (Bt)	(0.1)	0.1	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	na	na	107.6	14.6
Norm PE (x)	na	113.6	54.7	47.8
EV/EBITDA (x)	12.7	8.6	11.2	10.5
P/BV (x)	1.3	1.2	1.2	1.2
Div yield (%)	0.0	0.4	1.0	1.3
ROE (%)	na	1.0	2.2	2.4
Net D/E (%)	112.3	9.4	6.7	3.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jan-26 (Bt)	9.10
Market Cap (US\$ m)	516.6
Listed Shares (m shares)	1,789.2
Free Float (%)	54.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.0
12M Price H/L (Bt)	12.99/6.25
Sector	Health Care
Major Shareholder	RAM 24.59%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P69

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
# of OPD patients (people/year)						
- New	1,154,495	1,120,733	1,167,210	1,416,073	1,597,279	1,720,353
- Old			1,236,430	1,431,429	1,612,943	1,783,207
- Change (%)			(5.6)	(1.1)	(1.0)	(3.5)
# of IPD patients (beds/year)						
- New	200,203	181,861	162,766	168,492	174,735	187,418
- Old			170,346	174,953	181,325	194,206
- Change (%)			(4.4)	(3.7)	(3.6)	(3.5)
Revenue from hospital business (Bt m)						
- New	9,198	8,350	8,170	8,890	9,747	10,711
- Old			8,464	9,273	10,161	11,299
- Change (%)			(3.5)	(4.1)	(4.1)	(5.2)
Gross margin (%)						
- New	28.2	22.2	22.4	21.9	21.7	21.7
- Old			23.9	24.0	23.9	23.1
- Change (ppt)			(1.5)	(2.1)	(2.2)	(1.4)
Normalized profit (Bt m)						
- New	662	(110)	103	298	341	399
- Old			221	535	596	641
- Change (%)			(53.5)	(44.4)	(42.8)	(37.8)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	1,385	1,452	1,555	1,659	1,750	1,885	2,024	2,125	2,256	2,396	2,571	—
Free cash flow	716	821	1,423	1,493	1,606	1,750	1,630	1,737	1,875	2,023	810	11,524
PV of free cash flow	714	689	1,094	1,051	1,036	1,034	882	861	851	842	308	4,390
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments *	15,399											
Net debt (end 2025F)	1,387											
Minority interest	1,084											
Equity value	12,928											
# of shares (m)	1,789.2											
Equity value / share (Bt)	7.2											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Including the Bt1.6bn value of its investments

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- “ธนบุรี” เป็นแบรนด์ที่มีชื่อเสียงอย่างมากในไทยมานานกว่า 50 ปี
- เจ้าของและผู้บริหารของบริษัทฯ มีความสัมพันธ์กับแพทย์และอาจารย์มหาวิทยาลัยมหิดล และโรงพยาบาลศิริราช
- ให้บริการด้านสุขภาพแบบครบวงจร

O — Opportunity

- ความต้องการรักษาพยาบาลที่เพิ่มขึ้นในไทย
- โครงสร้างพื้นฐานด้านการดูแลสุขภาพที่ไม่ดีใน CLMV ขณะที่ความต้องการด้านการดูแลสุขภาพเพิ่มขึ้นไปพร้อมกับเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และการเปลี่ยนแปลงของด้านประชากรศาสตร์
- จำนวนผู้ป่วยจากประเทศเพื่อนบ้านที่เพิ่มขึ้น
- การระบาดของโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

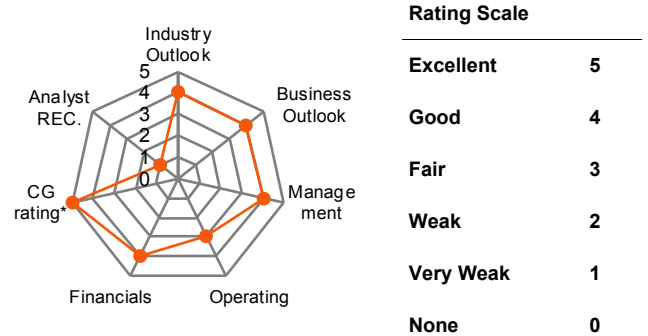
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	n.a.	7.20	n.a.
Net profit 25F (Bt m)	n.a.	103	n.a.
Net profit 26F (Bt m)	n.a.	298	n.a.
Consensus REC	BUY: N.A.	HOLD: N.A. SELL: N.A.	

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- N.A.

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- มีฐานผู้ป่วยที่ไม่หลากหลาย เนื่องจาก THG ยังคงมุ่งเน้นไปที่ผู้ป่วยเงินสดในตลาดระดับกลางถึงระดับสูง

T — Threat

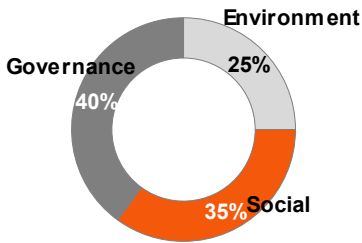
- การแข่งขันจากโรงพยาบาลเอกชนรายอื่น คลินิกพิเศษของโรงพยาบาลรัฐ และโรงพยาบาลศิริราช ปิยมหาราชการุณย์
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ
- การแพร่ระบาดของโควิด-19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

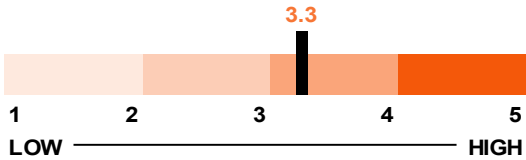
- หากจำนวนผู้ป่วยเงินสดในโรงพยาบาลของ THG ในประเทศไทย หรือรายได้จากโรงพยาบาลเดิมและโรงพยาบาลใหม่ รวมถึงการบริหารศูนย์เฉพาะทางเติบโตดีกว่าที่เราคาดไว้ จะถือเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านบวก (upside risk) ต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากประโยชน์จากความร่วมมือ (synergy) กับพันธมิตรรายใหม่มีความชัดเจนและเกิดขึ้นได้เร็วกว่าที่เราคาดไว้ จะเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านบวก
- หากส่วนแบ่งกำไร (equity income) จากโรงพยาบาลในเครือทั้งในประเทศไทยและพม่าออกมาสูงกว่าที่เราคาดไว้ จะส่งผลให้ประมาณการกำไรของเรามี upside risk
- หากยอดขายโครงการที่อยู่อาศัยสำหรับผู้สูงอายุ (senior homecare) สูงกว่าที่เราประเมินไว้ในปัจจุบัน จะช่วยลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของบริษัท

Source: Thanachart

ESG Weighting



Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
THG	-	-	-	-	-	55.7	19.00	-	3.0

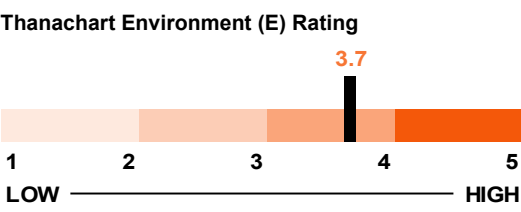
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- THG เป็นหนึ่งในเครือโรงพยาบาลขนาดใหญ่ติด 5 อันดับแรกของประเทศไทย โดยมีจำนวนเตียงจดทะเบียนรวม 1,158 เตียงในปี 2024 บริษัทรักษาพยาบาล 7 แห่ง และบริหารโครงการที่พักอาศัยเพื่อบริการด้านสุขภาพจำนวน 2 โครงการ เราให้คะแนน ESG ของ THG อยู่ในระดับค่อนข้างดีที่ 3.3 โดยมีการปรับเพิ่มจากระดับที่ 3.2 ก่อนการเพิ่มทุนใน 3Q25 ซึ่งเป็นช่วงที่โรงพยาบาลรามคำแหง (RAM) เข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ด้วยสัดส่วน 49.99% จากเดิม 24.59%
- THG ยังไม่ถือเป็นผู้นำด้าน ESG เมื่อเทียบกับตลาดโดยรวม เนื่องจากด้านการกำกับดูแลกิจการยังคงอ่อนแอ อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม และสังคม อยู่ในระดับที่แข็งแกร่งกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด ทำให้ THG อยู่ในสถานะเป็นหุ้น ESG ที่อยู่ระหว่างการปรับปรุงหรือเปลี่ยนผ่าน มากกว่าจะเป็นหุ้น ESG หลัก
- THG โดดเด่นในมิติด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยได้แรงหนุนจากมาตรฐานคุณภาพการให้บริการทางการแพทย์ที่แข็งแกร่ง ความปลอดภัยของผู้ป่วย และการมีส่วนร่วมของพนักงาน ควบคู่กับกลยุทธ์ด้านสภาพภูมิอากาศที่ชัดเจน มีเป้าหมายการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero) มีข้อมูลการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ผ่านการตรวจสอบ และการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะด้านการลดของเสีย จุดแข็งเหล่านี้ฝังอยู่ในกระบวนการดำเนินงานหลักของโรงพยาบาล THG อย่างดี และช่วยสนับสนุนความเชื่อมั่นของผู้ป่วยในระยะยาว ความแข็งแกร่งของแบรนด์ และความยั่งยืนทางธุรกิจ
- จุดอ่อนสำคัญของ THG อยู่ที่ด้านกำกับดูแลกิจการ ซึ่งสะท้อนถึงประเด็นในอดีต ความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่อ่อนแอ และโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีความกระจุกตัว ซึ่งจำเป็นต้องเสริมสร้างบทบาทการกำกับดูแลและความเป็นอิสระของคณะกรรมการให้เข้มแข็งขึ้น เพื่อลดความเสี่ยงด้านธรรมาภิบาลและชื่อเสียงในระยะยาว
- ประเด็นสำคัญที่ต้องติดตามสำหรับ THG คือบทบาทที่เพิ่มขึ้นของ RAM ในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หาก RAM สามารถยกระดับประสิทธิภาพการดำเนินงานของ THG ได้ดีกว่าที่นักลงทุนคาดหวังในปัจจุบัน จะช่วยเสริมผลการดำเนินงานด้าน ESG ของ THG ภายใต้อิทธิพลธุรกิจเพื่อความยั่งยืน และอาจหนุนการปรับมูลค่าหุ้นขึ้นใหม่ (re-rating) ในช่วงระยะกลางถึงยาว

THG has a good Environment score of 3.7, well above its peer average of 2.9, supported by a clear net-zero emissions target by 2050, verified Scope 1-3 GHG disclosures, and measurable medium-term reduction goals. Execution has been solid, especially in waste reduction, although continued discipline will likely be needed as the business expands.

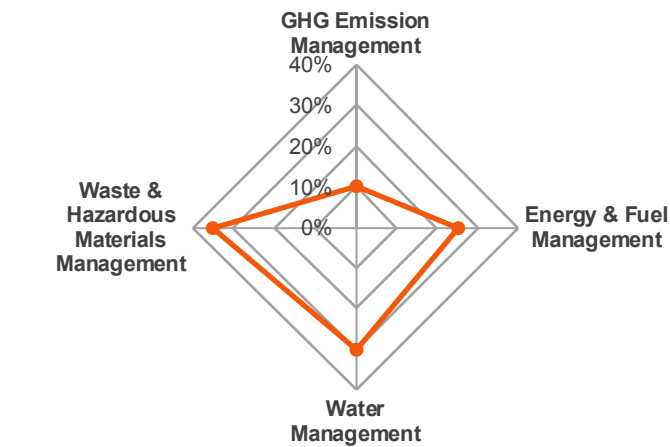


ENVIRONMENT

Our Comments

- GHG Emission Management
- Energy & Fuel Management
- Water Management
- Waste & Hazardous Materials Management

SCALE WEIGHTING

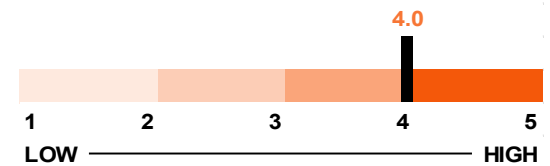


Sources: Thanachart, Company data

- THG has a relatively high Environment (E) score of 3.7, well above the peer average of 2.9, reflecting its clear environmental strategy and long-term commitment to achieve net-zero greenhouse gas emissions by 2050. In the medium term, the company targets a 20% reduction in GHG emissions intensity per person by 2029, using 2024 as the baseline. In 2024, GHG emissions per unit (per person) already declined by 4%, despite higher operational activity. In our view, THG’s climate roadmap appears credible and well-defined, with measurable interim targets that support its long-term net-zero ambition, although execution discipline will remain key as the business expands.
- THG discloses greenhouse gas emissions across Scope 1-3 and has its GHG data externally verified, enhancing credibility and transparency. This supports the company’s long-term net-zero by 2050 target and its medium-term emissions-intensity reduction goals. Robust data quality and third-party verification are key strengths of THG’s environmental profile and help differentiate it from peers with weaker disclosure practices, in our view.
- THG aims to reduce electricity consumption from fossil fuels by 10% by 2029 compared with the 2024 baseline. In 2024, the company achieved a 0.37% reduction in electricity consumption, indicating early progress toward this goal. Key actions include energy-efficiency measures across hospital operations and tighter monitoring of electricity use. From our perspective, while the initial reduction is modest, the presence of a clear medium-term target and consistent tracking suggests a structured approach to energy management, which should gradually improve performance over time.
- THG has a water management policy and targets a 5% reduction in water usage by 2029 from a 2024 base. While total water use rose in 2024 with expansion, efficiency is tracked via intensity metrics; we view the approach as appropriate, though the target is modest vs. best-in-class peers.
- THG targets a 20% reduction in non-hazardous waste to landfill by 2029 from a 2024 base. In 2024, non-hazardous waste fell 12.6%, already achieving over half of the target, which we view as strong execution.

THG has a strong Social profile, with an S score of 4.0 (vs. peers' 3.6), supported by strong care quality, patient safety, human rights practices, and employee engagement, which together sustain patient trust and long-term brand strength.

Thanachart Social (S) Rating



SOCIAL

Our Comments

- Human Rights & Community Relations
- Access & Affordability
- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Product Quality & Safety
- Fair Product Marketing & Labelling
- Operational Risk Management
- Health, Safety & Well-being
- Recruitment, Development & Retention

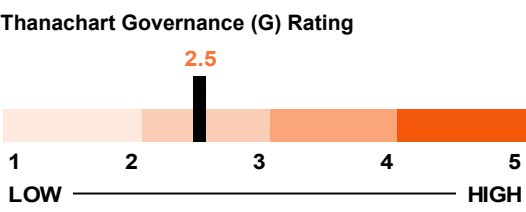
SCALE WEIGHTING



- We assign THG a high Social (S) score of 4.0, above the sector average of 3.6, reflecting the strength of its “Thonburi” brand and extensive hospital network. The company focuses on high-complexity medical treatments while maintaining strong service quality and cost efficiency, offering good value for money to patients. THG complies with multiple internationally recognized quality standards, including HA, JCI, AACI, and SSCC, which underpin clinical safety and service consistency. The company targets customer satisfaction of above 90% by 2029. In our view, THG’s strong quality credentials and focus on complex care are well embedded in its core business and support long-term patient trust and brand sustainability.
- THG places strong emphasis on patient safety and the protection of personal and medical data through internal policies and compliance with relevant healthcare and data protection regulations. The company has reported no material incidents related to patient safety or data breaches in recent years. In our view, this is a fundamental strength, as effective patient safety and data privacy management help protect THG’s reputation, maintain patient trust, and reduce regulatory and litigation risks.
- THG has a clear human rights and equality policy with zero tolerance for discrimination and explicit guidelines for fair employee treatment. We view this formalized framework as reducing social and reputational risks and aligning with healthcare industry expectations.
- THG emphasizes employee well-being, training, and safety, targeting employee satisfaction above 80% by 2029. With comprehensive OHS measures, low accident rates, and no fatal incidents, we view this focus as supportive of service quality, staff retention, and long-term competitiveness.
- THG engages in community and social activities related to healthcare access, health promotion, and public well-being, particularly in areas where its hospitals operate. These activities help strengthen relationships with local communities and stakeholders. In our view, community engagement enhances THG’s social license to operate and reinforces the long-term value of the “Thonburi” brand beyond purely commercial objectives.

Sources: Thanachart, Company data

THG has a low Governance score of 2.5, reflecting past governance concerns and weak board independence that have weighed on investor confidence. However, the increased influence of RAM is a positive factor that could support stronger business sustainability.



GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure
- Audit committee
- Remuneration
- Ethics & Compliance
- Risk Committee

SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

- We assign THG its lowest score for Governance (G) of 2.5, revised up from 2.2, reflecting elevated governance concerns related to its founder and a former major shareholder, the Vanasin family, in connection with a fraud-related issue. While this matter does not directly affect day-to-day hospital operations, it has negatively impacted THG’s reputation. In our view, this weighs on investor confidence and valuation, particularly for a service-oriented healthcare business that relies heavily on trust and credibility. However, we view the increased control of RAM – with THG’s stake rising from 24.59% to 49.99% in 3Q25 – as a positive development for THG.
- THG is a top-five hospital chain in Thailand. We expect the presence of RAM as a major shareholder to support THG’s long-term growth sustainability. RAM is the second-largest private hospital chain in Thailand by number of registered beds, providing scale, operational expertise, and strong brand recognition. In our view, this partnership strengthens THG’s business sustainability through scale advantages, operational synergies, and a more resilient hospital network.
- We assign a low score for THG’s board structure. The company’s board structure is weak in our assessment, as the chairman is not independent, and only four of the 14 directors are independent, well below the ideal independence ratio of two-thirds. The board includes four female directors, which supports some level of gender diversity but does not fully offset concerns around independence and balance of power. In our view, limited board independence reduces the effectiveness of checks and balances, especially given the company’s concentrated shareholding structure, and remains a key governance weakness.
- THG has internal control and risk management processes covering operational, financial, and compliance risks across its network. While these provide basic support, we believe stronger board independence and oversight are needed to ensure their effectiveness.
- THG complies with Thailand’s PDPA and has engaged external consultants for staff training and compliance planning. While this strengthens data controls, it is a baseline requirement and does not fully offset broader governance concerns at the board and ownership level.

INCOME STATEMENT

*We foresee weak revenue
across all businesses in
2025F*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	10,300	9,479	9,182	10,080	11,078
Cost of sales	7,392	7,371	7,123	7,870	8,673
Gross profit	2,908	2,108	2,059	2,211	2,405
% gross margin	28.2%	22.2%	22.4%	21.9%	21.7%
Selling & administration expenses	1,850	1,810	1,704	1,861	2,009
Operating profit	1,057	298	355	349	396
% operating margin	10.3%	3.1%	3.9%	3.5%	3.6%
Depreciation & amortization	1,138	1,174	1,170	1,187	1,205
EBITDA	2,195	1,472	1,524	1,536	1,602
% EBITDA margin	21.3%	15.5%	16.6%	15.2%	14.5%
Non-operating income	144	133	110	111	116
Non-operating expenses	(15)	(11)	0	0	0
Interest expense	(449)	(493)	(357)	(155)	(147)
Pre-tax profit	737	(72)	107	305	365
Income tax	191	222	149	183	201
After-tax profit	545	(294)	(42)	122	164
% net margin	5.3%	-3.1%	-0.5%	1.2%	1.5%
Shares in affiliates' Earnings	214	176	201	246	262
Minority interests	(97)	8	(56)	(70)	(85)
Extraordinary items	(367)	(1,654)	42	0	0
NET PROFIT	295	(1,765)	145	298	341
Normalized profit	662	(110)	103	298	341
EPS (Bt)	0.3	(1.7)	0.1	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.6	(0.1)	0.1	0.2	0.2

BALANCE SHEET

*More new projects are
planned to be added in
2025-27*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	4,873	3,786	3,929	4,406	4,369
Cash & cash equivalent	940	460	1,000	1,500	1,500
Account receivables	1,855	1,420	1,082	1,188	1,305
Inventories	1,867	1,664	1,600	1,466	1,307
Others	211	243	247	252	257
Investments & loans	1,643	1,769	1,769	1,769	1,769
Net fixed assets	12,789	12,495	12,416	12,470	12,504
Other assets	3,984	2,836	2,771	2,708	2,648
Total assets	23,289	20,886	20,885	21,354	21,291
LIABILITIES:					
Current liabilities:	9,699	8,315	2,865	3,086	3,022
Account payables	1,630	1,749	1,483	1,639	1,806
Bank overdraft & ST loans	4,664	4,005	0	0	0
Current LT debt	3,155	2,365	1,194	1,248	1,010
Others current liabilities	250	195	189	199	206
Total LT debt	2,091	3,365	1,194	1,248	1,010
Others LT liabilities	983	945	2,085	2,053	2,030
Total liabilities	12,773	12,626	6,144	6,387	6,063
Minority interest	1,067	1,028	1,084	1,084	1,169
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	847	847	1,789	1,789	1,789
Share premium	6,896	6,896	12,234	12,234	12,234
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(848)	(1,100)	(1,100)	(1,100)	(1,100)
Retained earnings	2,553	590	735	960	1,137
Shareholders' equity	9,448	7,233	13,657	13,883	14,060
Liabilities & equity	23,289	20,886	20,885	21,354	21,291

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Improving cash flow from operations after capital increase

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	737	(72)	107	305	365
Tax paid	(307)	(218)	(156)	(174)	(195)
Depreciation & amortization	1,138	1,174	1,170	1,187	1,205
Chg In working capital	545	759	135	184	209
Chg In other CA & CL / minorities	320	54	196	172	258
Cash flow from operations	2,432	1,696	1,452	1,673	1,843
Capex	(1,148)	(633)	(848)	(1,000)	(1,000)
Right of use	(90)	178	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	86	(127)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(261)	(252)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(732)	(966)	1,059	(160)	(153)
Cash flow from investments	(2,145)	(1,800)	161	(1,210)	(1,203)
Debt financing	(1,169)	(178)	(7,352)	109	(476)
Capital increase	0	0	6,280	0	0
Dividends paid	(760)	(381)	0	(72)	(164)
Warrants & other surplus	(5)	183	0	0	0
Cash flow from financing	(1,934)	(376)	(1,073)	37	(640)
Free cash flow	1,284	1,063	604	673	843

VALUATION

Expensive valuation, in our view

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	14.2	na	113.6	54.7	47.8
Normalized PE - at target price (x)	11.3	na	89.9	43.3	37.8
PE (x)	31.9	na	80.6	54.7	47.8
PE - at target price (x)	25.3	na	63.8	43.3	37.8
EV/EBITDA (x)	8.4	12.7	8.6	11.2	10.5
EV/EBITDA - at target price (x)	7.5	11.4	7.0	9.0	8.4
P/BV (x)	1.0	1.3	1.2	1.2	1.2
P/BV - at target price (x)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
P/CFO (x)	3.9	5.6	8.0	9.7	8.8
Price/sales (x)	1.6	1.7	1.8	1.6	1.5
Dividend yield (%)	4.0	0.0	0.4	1.0	1.3
FCF Yield (%)	13.6	11.3	5.2	4.1	5.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	(0.1)	0.1	0.2	0.2
EPS	0.3	(1.7)	0.1	0.2	0.2
DPS	0.4	0.0	0.0	0.1	0.1
BV/share	9.1	7.0	7.6	7.8	7.9
CFO/share	2.3	1.6	1.1	0.9	1.0
FCF/share	1.2	1.0	0.5	0.4	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(11.1)	(8.0)	(3.1)	9.8	9.9
Net profit (%)	(81.6)	na	na	105.7	14.6
EPS (%)	(81.6)	na	na	47.3	14.6
Normalized profit (%)	(55.8)	na	na	189.8	14.6
Normalized EPS (%)	(55.8)	na	na	107.6	14.6
Dividend payout ratio (%)	129.1	0.0	50.0	55.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	28.2	22.2	22.4	21.9	21.7
Operating margin (%)	10.3	3.1	3.9	3.5	3.6
EBITDA margin (%)	21.3	15.5	16.6	15.2	14.5
Net margin (%)	5.3	(3.1)	(0.5)	1.2	1.5
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.2	0.2	0.2	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.1	0.1	0.1	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	2.4	0.6	1.0	2.3	2.7
Interest coverage - EBITDA (x)	4.9	3.0	4.3	9.9	10.9
ROA - using norm profit (%)	2.7	na	0.5	1.4	1.6
ROE - using norm profit (%)	6.7	na	1.0	2.2	2.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.6	na	na	0.9	1.2
- asset turnover (x)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
- operating margin (%)	11.5	na	5.1	4.6	4.6
- leverage (x)	2.5	2.6	2.0	1.5	1.5
- interest burden (%)	62.1	(17.2)	23.1	66.3	71.2
- tax burden (%)	74.0	na	na	40.0	45.0
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ROIC (%)	4.2	1.6	(0.8)	0.9	1.2
NOPAT (Bt m)	783	298	(138)	140	178
invested capital (Bt m)	18,418	16,509	15,045	14,879	14,580

Sources: Company data, Thanachart estimates

Improving financial
status after capital
increase

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.

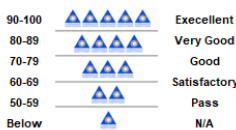
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิสเซ จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2568” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (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 รตา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@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