

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 1.80** (Unchanged)

Change in Numbers

**Upside : 18.4%**

# Chularat Hospital Pcl (CHG TB)

## พันธบัตรที่เลวร้ายสุดไปแล้ว

ผลกระทบจากสงครามอิหร่านที่เกิดขึ้นจริงมีเพียงเล็กน้อย และเรายังคงแนะนำ "ซื้อ" CHG เนื่องจากเราคาดว่ากำไรที่ปรับแล้วลดลงตลอด 4 ปีที่ผ่านมาได้สิ้นสุดลงแล้ว โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 6.7% ในปี 2026-28F โดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของธุรกิจผู้ป่วยเงินสดและผู้ป่วยประกันสังคม

### กำไรเติบโตรอบใหม่; คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CHG และคงราคาเป้าหมายปี 2026F ที่ 1.80 บาท 1) ราคาหุ้นของ CHG ปรับลงต่อเนื่องเป็นปีที่ 4 ตามทิศทางกำไรที่อ่อนตัวลง แต่เราคาดว่ากำไรจะมีแนวโน้มฟื้นตัว โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 6.7% ในปี 2026-28F 2) ผลกระทบจากสงครามอิหร่านที่เกิดขึ้นอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้ และเรายังคงคาดว่ารายได้จากผู้ป่วยต่างชาติจะเติบโต 16% ในปีนี้ 3) โรงพยาบาลส่วนใหญ่ของ CHG ตั้งอยู่ในพื้นที่ฝั่งตะวันออกของกรุงเทพฯ เชื่อมต่อเขต EEC และพื้นที่ใกล้เคียงในจ.ปราจีนบุรี จึงได้ประโยชน์จากการลงทุนจาก FDI ที่ยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และ 4) ในฐานะที่ CHG เป็นหนึ่งใน 5 เครือโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่สุดของประเทศ เรามองว่าหุ้นไม่แพง ที่ 2026F PE ที่ 16.6 เท่า

### ปัจจัยหนุนการฟื้นตัว

กำไรของ CHG ปรับลงในปี 2022-23 จากฐานรายได้ช่วงโควิดที่อยู่ในระดับสูง และในปี 2024-25 จากปัจจัยลบของระบบประกันสังคม ได้แก่ การได้รับชำระเงินจากประกันสังคมต่ำกว่าคาด การลดจำนวนการผ่าตัดลดขนาดกระเพาะอาหาร และการกลับรายการรายได้จากการรักษาโรคเรื้อรัง 26 กลุ่มโรค เราคาดว่ากำไรจะเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่นี้ หนุนโดย 1) ปัญหาที่เกี่ยวกับประกันสังคมข้างต้นเริ่มคลี่คลาย 2) รายได้ผู้ป่วยเงินสดชาวไทยเติบโต จากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามปกติของธุรกิจและการขยายธุรกิจ 3) รายได้ผู้ป่วยต่างชาติเติบโต 16% (4% ของรายได้ปี 2025) หนุนโดยการทำการตลาดเชิงรุกและความเชี่ยวชาญด้านการรักษากระดูกสันหลังและอุบัติเหตุ และ 4) รายได้จากโครงการหลักประกันสุขภาพถ้วนหน้า (5% ของรายได้) คาดว่า จะเติบโต 20% จากข้อเสียด้านการส่งต่อผู้ป่วยที่แข็งแกร่งขึ้นและการขยายขีดความสามารถในการให้บริการรังสีรักษา สำหรับประกันสังคม (28% ของรายได้ปี 2025) เราคาดว่ารายได้จะเติบโตที่ 6/5/4% ในปี 2026-28F หนุนโดยจำนวนผู้ประกันตนที่เพิ่มขึ้น การให้บริการรักษาที่มีความซับซ้อนมากขึ้น และการลดลงของผลกระทบจากการกลับรายการรายได้ของโรคเรื้อรัง

### ได้ประโยชน์จากการเติบโตของ FDI

FDI กำลังเติบโตแข็งแกร่งในไทย โดยเฉพาะในพื้นที่ EEC โดย CHG เป็นเครือโรงพยาบาลที่ได้ประโยชน์จากการขยายตัวของ FDI มากที่สุดรายหนึ่ง เนื่องจากโรงพยาบาลส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในพื้นที่ภาคตะวันออกที่เชื่อมกับ EEC และจ. ในพื้นที่ EEC รวมถึงปราจีนบุรี ซึ่งเป็นพื้นที่ใหม่ที่มีความสนใจในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ปัจจุบัน CHG มีโรงพยาบาล 10 แห่ง และคลินิก 5 แห่ง รวม 938 เตียง โดยมีโรงพยาบาล 4 แห่งในจ. สมุทรปราการ ใกล้เคียงสนามบินสุวรรณภูมิ 2 แห่งในจ. ฉะเชิงเทรา และจังหวัดละ 1 แห่งในชลบุรี ระยอง ปราจีนบุรี และตาก

### ขีดความสามารถในการรองรับใหม่

CHG มีแผนขยายกำลังการให้บริการ 4 โครงการ ซึ่งจะเพิ่มจำนวนเตียงรวมทั้งสิ้น 230 เตียง ในปี 2026-27F โดยใน 2Q26 จะมีการเปิดอาคารผู้ป่วยนอกใหม่ที่โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 11 และ 3Q26 จะเพิ่มเตียงอีก 71 เตียง ในอาคารเดิมของโรงพยาบาลรวมแพทย์จะเชิงเทรา นอกจากนี้ ใน 1H27 จะมีการเปิดอาคารใหม่ 2 อาคารภายในโรงพยาบาลหลักจุฬารัตน์ 3 ทำให้มีเตียงเพิ่มขึ้น 100 เตียง ขณะที่ CHG กำลังก่อสร้างโรงพยาบาลใหม่ - CHG Rayong ขนาดรวม 200 เตียง โดยเฟสแรกจะเปิดให้บริการ 59 เตียง ใน 2H27 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า CHG Rayong จะยังคงขาดทุนในช่วงปีแรกของการดำเนินงาน



**SIRIPORN ARUNOTHAI**

662-779-9119  
siriporn.aru@ttbwealth.co.th

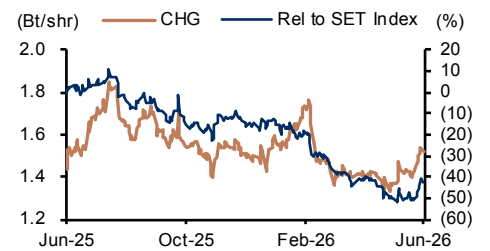
**CHOD REANKITTIWAT, CFA**

Assistant Analyst  
chod.rea@ttbwealth.co.th

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	8,347	8,753	9,430	10,257
Net profit	929	1,008	1,074	1,128
Consensus NP	—	1,002	1,062	1,125
Diff frm cons (%)	—	0.6	1.1	0.3
Norm profit	929	1,008	1,074	1,128
Prev. Norm profit	—	1,006	1,078	1,143
Chg frm prev (%)	—	0.2	(0.4)	(1.3)
Norm EPS (Bt)	0.1	0.09	0.10	0.10
Norm EPS grw (%)	(3.7)	8.4	6.5	5.1
Norm PE (x)	18.0	16.6	15.6	14.8
EV/EBITDA (x)	9.1	8.7	8.2	7.8
P/BV (x)	2.1	2.1	2.0	2.0
Div yield (%)	4.6	4.8	5.1	5.4
ROE (%)	12.0	12.7	13.2	13.4
Net D/E (%)	(16.4)	(13.1)	(10.5)	(9.6)

### PRICE PERFORMANCE



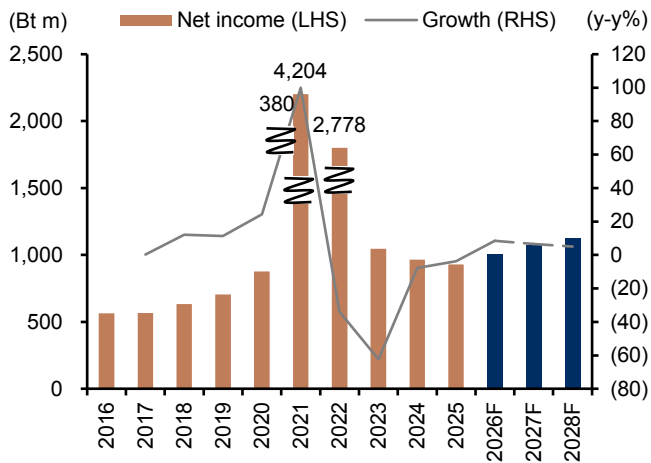
### COMPANY INFORMATION

Price as of 22-Jun-26 (Bt)	1.52
Market Cap (US\$ m)	508.1
Listed Shares (m shares)	11,000.0
Free Float (%)	43.8
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	1.0
12M Price H/L (Bt)	1.85/1.33
Sector	Health Care
Major Shareholder	Plussind Family 24.97%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

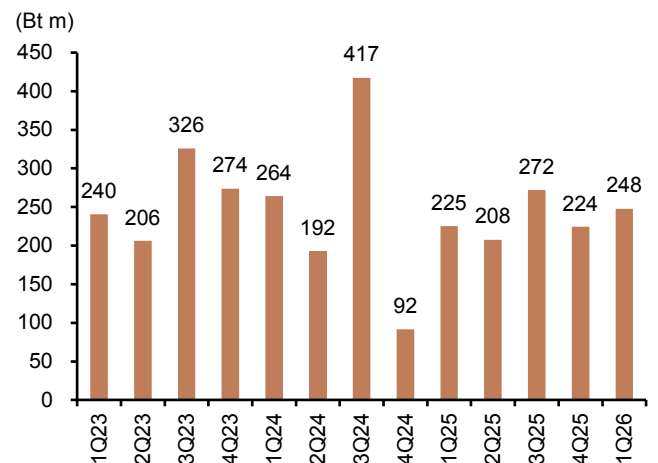
### ESG Summary Report ..... P9

**Ex 1: Earnings Turnaround**



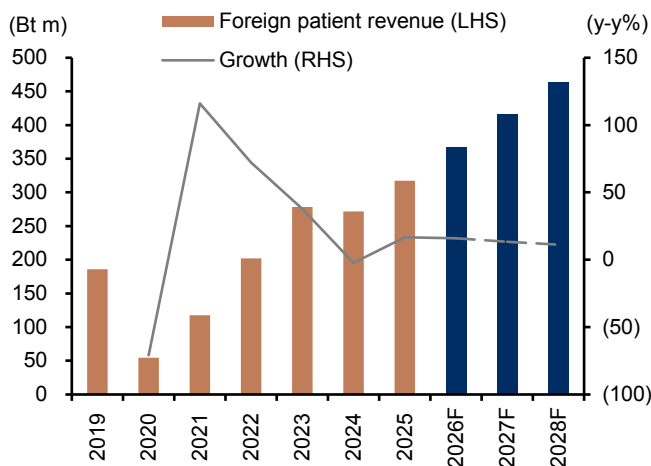
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 2: Quarterly Earnings**



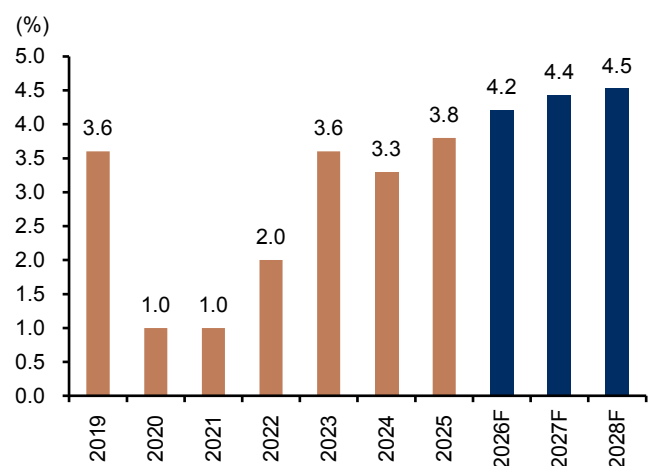
Source: Company data

**Ex 3: Foreign Patient Revenue**



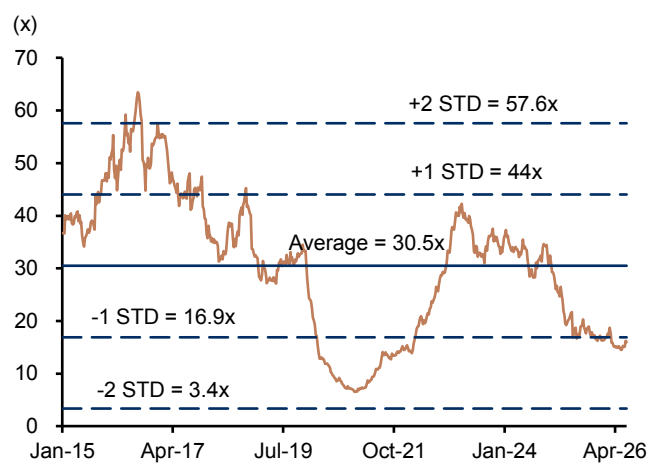
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 4: Foreign Patient To Total Revenue**



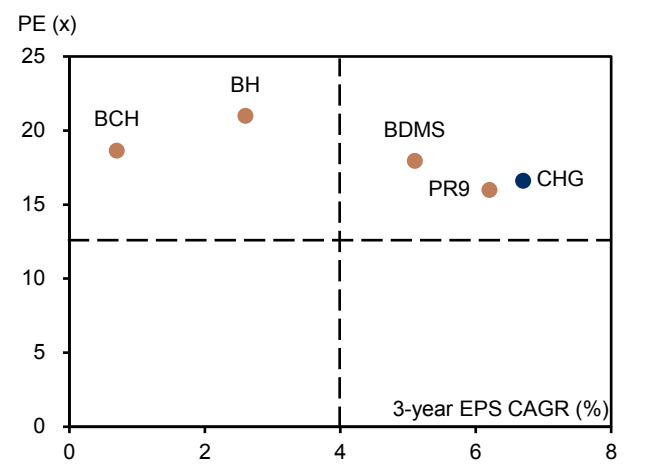
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 5: We Believe CHG's De-rating Is Overdone**



Sources: Bloomberg, ttb wealth estimates

**Ex 6: Valuation Comparison**



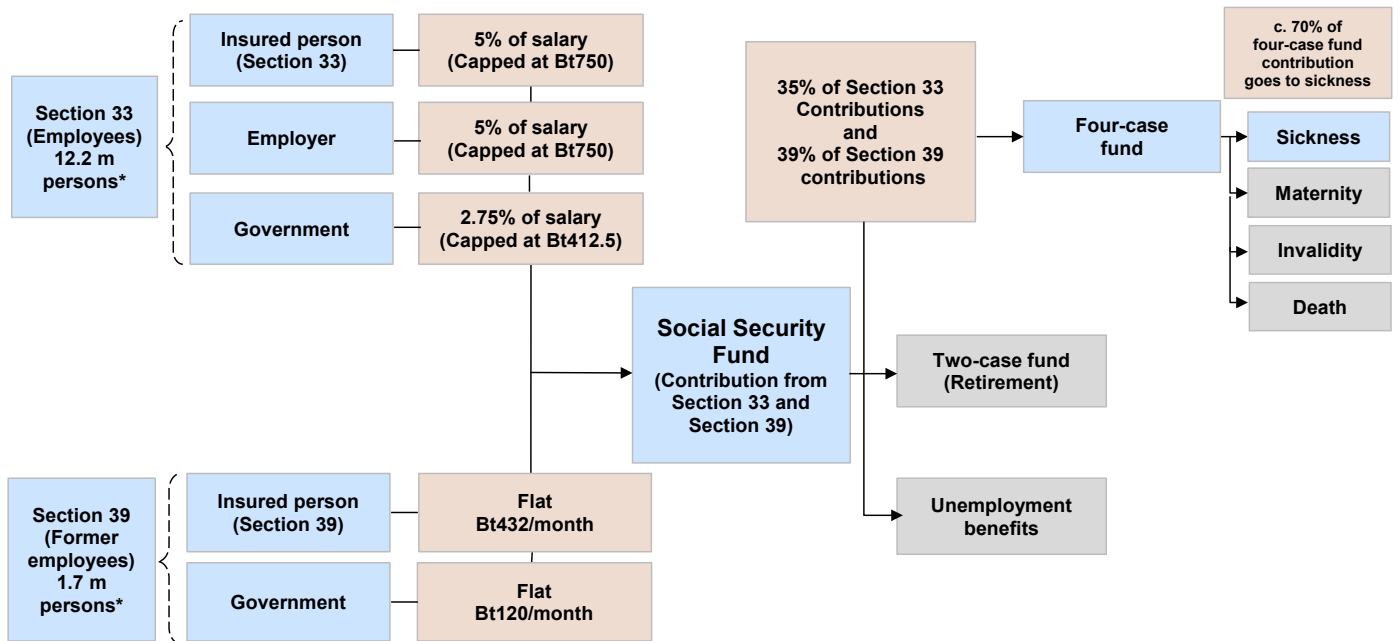
Sources: Bloomberg, ttb wealth estimates

**Ex 7: SSO Contribution Rate Hike**

Years	Salary cap (Bt/month)	Max. contribution (Bt/month)
1995-2025	15,000	750
2026-2028	17,500	875
2029-2031	20,000	1,000
2032 onwards	23,000	1,150

Source: SSO

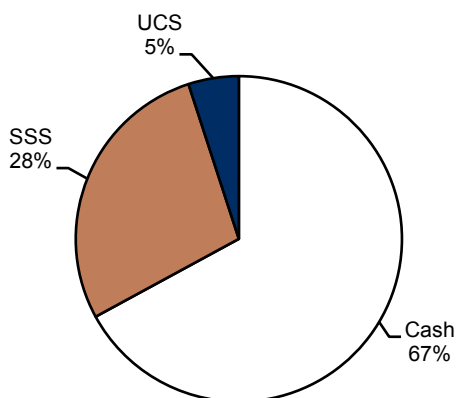
**Ex 8: Revenue Structure For Social Security Fund**



Sources: SSO, The Senate of Thailand, ttb wealth compilation

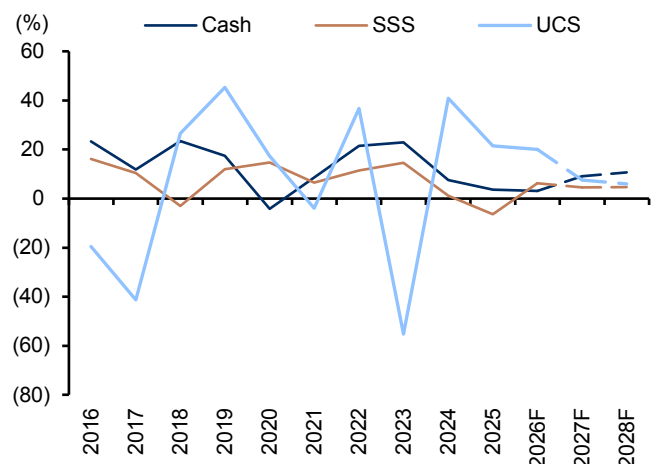
Note: \* Number of insured persons under Sections 33 and 39 in 2025

**Ex 9: Revenue Breakdown In 2025**



Source: Company data

**Ex 10: Revenue Growth By Segment**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 11: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions**

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b># of OPD patients</b>					
- New	1,173,433	1,210,374	1,235,828	1,296,343	1,396,398
- Old			1,221,105	1,286,491	1,386,559
- Change (%)			1.2	0.8	0.7
<b># of IPD patients</b>					
- New	94,572	95,332	89,275	95,426	102,263
- Old			95,558	101,754	109,826
- Change (%)			(6.6)	(6.2)	(6.9)
<b>Revenue from cash patients (Bt m)</b>					
- New	5,402	5,598	5,775	6,300	6,974
- Old			5,686	6,213	6,927
- Change (%)			1.6	1.4	0.7
<b>Revenue from UCS patients (Bt m)</b>					
- New	343	417	500	538	570
- Old			484	508	533
- Change (%)			3.4	5.9	7.0
<b>Losses from new hospitals (Bt m)</b>					
- New	(80)	(44)	(37)	(64)	(104)
- Old			(22)	(27)	(101)
- Change (%)			n.a.	n.a.	n.a.
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
- New	965	929	1,008	1,074	1,128
- Old			1,006	1,078	1,143
- Change (%)			0.2	(0.4)	(1.3)

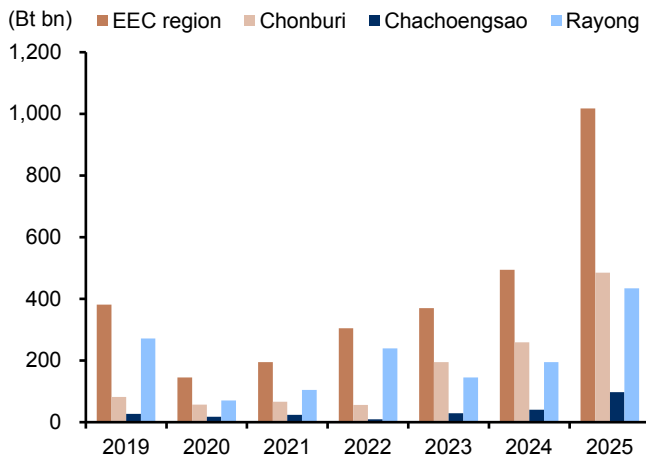
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 12: 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	2037F	Terminal value
EBITDA		1,794	1,923	2,022	2,247	2,454	2,674	2,907	3,121	3,350	3,576	3,804	3,999	—
Free cash flow		443	734	815	1,155	1,279	1,459	1,605	1,783	1,920	2,104	2,241	2,350	31,005
PV of free cash flow		442	610	616	797	804	836	838	848	832	831	806	771	10,167
Risk-free rate (%)	2.5													
Market risk premium (%)	8.0													
Beta	0.9													
WACC (%)	9.7													
Terminal growth (%)	2.0													
Enterprise value - add investments	19,197													
Net debt (2025)	(1,356)													
Minority interest	439													
Equity value	20,114													
# of shares (m)	11,000													
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>1.80</b>													

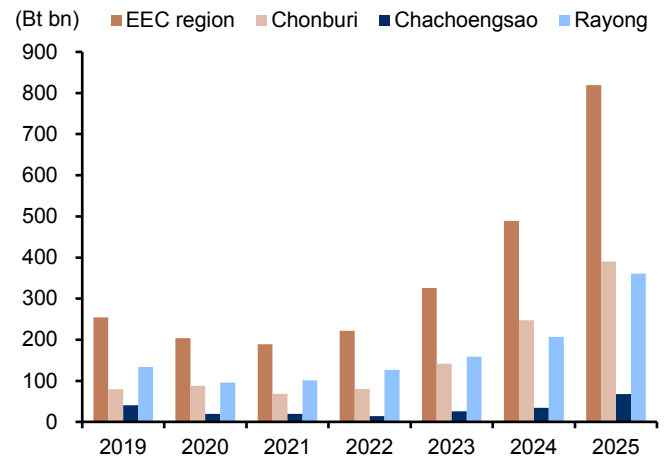
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 13: BOI Submitted Project Value In EEC**



Source: BOI

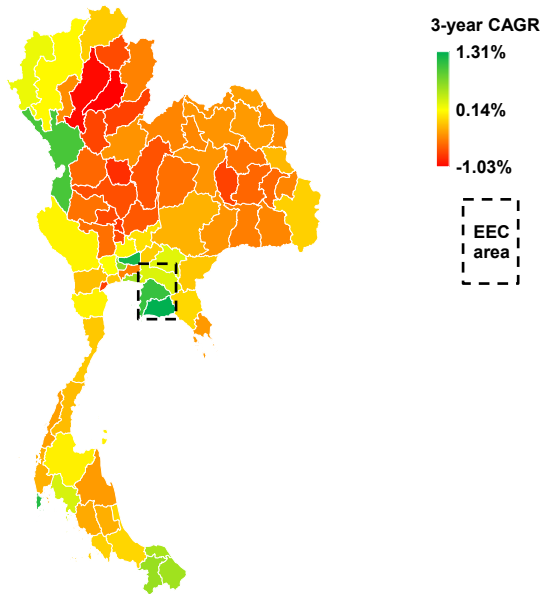
**Ex 14: BOI Approved Project Value In EEC**



Source: BOI

**Ex 15: 3-Year CAGR Population Growth (2022-25)**

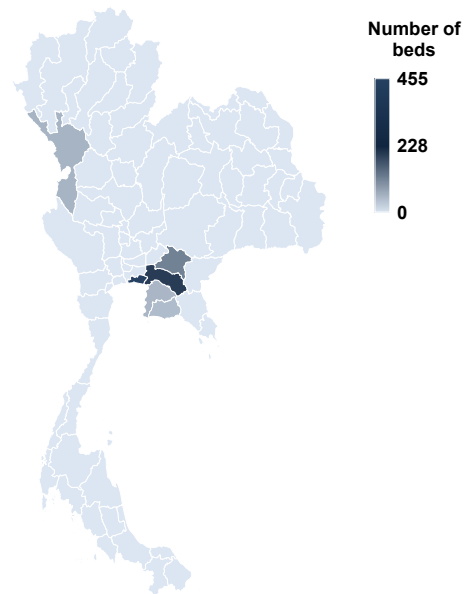
Thailand Population Growth by Province



Source: NSO

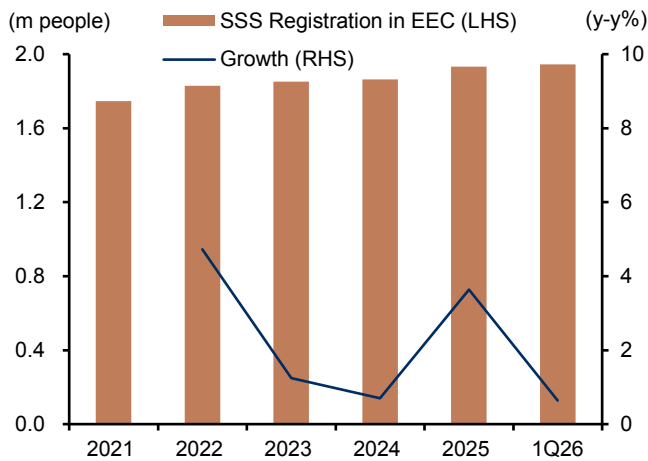
**Ex 16: CHG Presences (Number Of Beds)**

CHG Presences



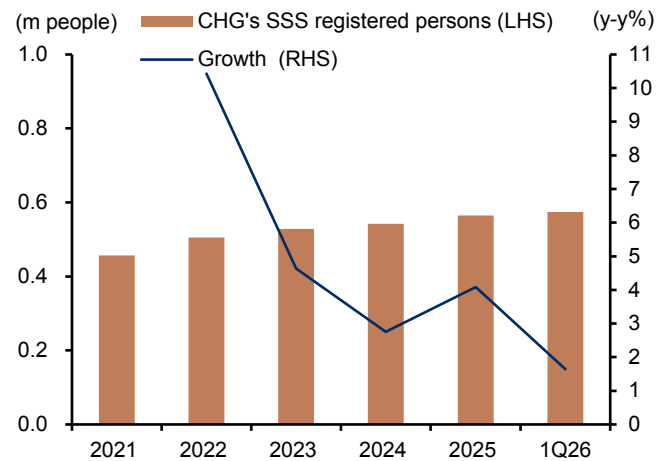
Source: Company data

**Ex 17: Number Of Insured Persons in EEC Area<sup>1/</sup>**



Source: SSO  
 Note: <sup>1/</sup> Three provinces in EEC and Prachinburi

**Ex 18: CHG's Registered Persons And Growth**



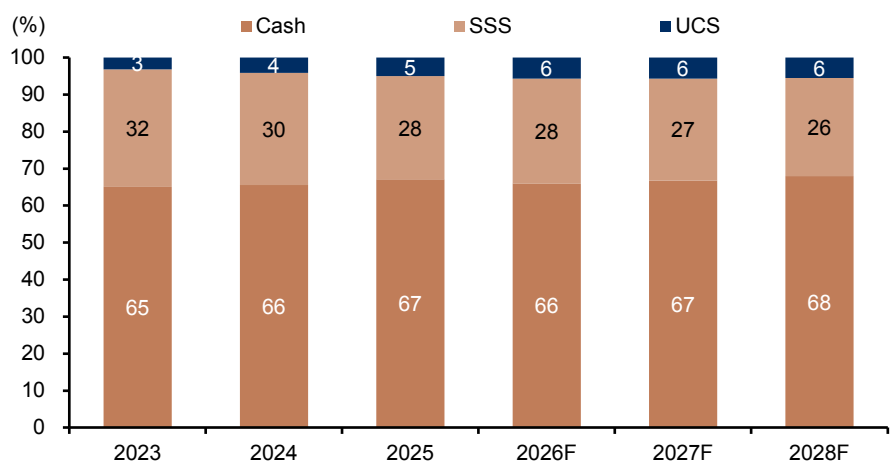
Source: Company data

**Ex 19: New Projects In The Pipeline**

New projects	Service type	Opening date			
		1H26	2H26	1H27	2H27
Chularat 11 Hospital - new OPD building	Cash + SSS	✓			
Ruampat Chachoengsao Hospital - add 71 IPD beds	Cash		✓		
Chularat 3 Hospital - add two new IPD buildings with a total of 100 beds	Cash			✓	
CHG Rayong Hospital - new greenfield hospital with 200 beds (opening 59 beds in the 1 <sup>st</sup> phase)	Cash				✓

Source: Company data

**Ex 20: Revenue Breakdown By Segment**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Valuation Comparison

### Ex 21: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	na	20.3	29.6	24.6	1.8	1.7	9.5	9.0	2.2	2.6
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	(4.9)	3.7	8.5	8.2	0.6	0.6	9.4	8.8	5.9	6.1
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	23.4	23.7	10.2	8.2	0.8	0.7	8.9	7.7	5.0	5.9
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	(1.8)	26.8	63.8	50.3	12.4	10.3	34.5	28.3	0.2	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2.1	28.8	69.3	53.8	7.4	6.6	36.7	30.1	0.1	0.1
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	11.1	9.7	34.5	31.5	4.7	4.4	15.8	14.7	1.5	1.6
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	8.0	14.0	33.9	29.7	2.4	2.3	15.0	13.5	1.3	1.5
Ryman	RYM NZ	New Zealand	na	236.4	102.3	30.4	0.5	0.5	22.0	19.3	0.0	0.0
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	2.4	7.7	23.6	21.9	1.6	1.6	10.6	10.1	3.4	3.4
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	(0.5)	6.3	18.6	17.5	1.7	1.7	8.3	7.8	4.0	4.3
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	3.4	5.5	17.9	17.0	2.7	2.6	13.8	12.9	4.2	4.4
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	1.3	2.7	21.0	20.4	5.1	4.8	14.7	13.9	3.6	3.7
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	8.4	6.5	16.6	15.6	2.1	2.0	8.7	8.2	4.8	5.1
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	0.4	11.0	16.0	14.4	2.1	2.0	8.3	7.3	3.1	3.8
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	153.6	13.4	43.9	38.7	1.0	1.0	10.1	9.5	1.1	1.6
<b>Average</b>			<b>15.9</b>	<b>27.8</b>	<b>34.0</b>	<b>25.5</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	<b>15.1</b>	<b>13.4</b>	<b>2.7</b>	<b>3.0</b>

Source: Bloomberg

Note: \* ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 22 June 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: ttb wealth

## TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

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

## O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- ผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- ที่ตั้งของสินทรัพย์ของบริษัทเอื้อให้บริษัทสามารถได้ประโยชน์จากการเติบโตของการลงทุนในภาคตะวันออกของประเทศไทย

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	1.87	1.80	-4%
Net profit 26F (Bt m)	1,002	1,008	1%
Net profit 27F (Bt m)	1,062	1,074	1%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 1	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงคาดการณ์ของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

## COMPANY RATING



## Rating Scale

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

Source: ttb wealth; \*CG Rating

## W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด โดยยังคงเน้นตลาดระดับล่างถึงกลาง และตลาดระบบประกันสุขภาพของภาครัฐ

## T — Threat

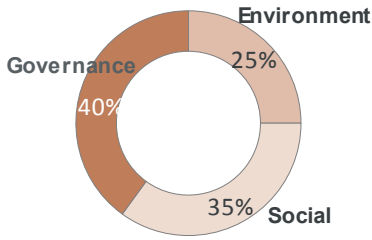
- เครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้ามาแย่งตลาดระดับกลาง
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ อัตราการเบิกจ่ายสำหรับการดูแลที่ได้รับ การจัดการขึ้นอยู่กับนโยบายของรัฐบาลและข้อจำกัดด้านงบประมาณ

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

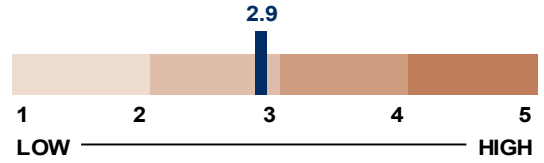
- หากกลยุทธ์ของ CHG ในการเพิ่มรายได้จากรุจกิจผู้ป่วยเงินสดกลับกลายเป็นผลที่แย่กว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะมีความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- หากอัตราการเบิกเงินคืนสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการ SSS หรือโครงการประกันสุขภาพถ้วนหน้าลดลง นี่จะเป็นความเสี่ยงด้านลบอันดับสองต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- เนื่องจากการขยายขีดความสามารถในการรองรับในช่วงหลายปีข้างหน้า อาคารใหม่ของบริษัทอาจสร้างผลกำไรได้ช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน ซึ่งเป็นความเสี่ยงด้านลบอันดับสาม
- หากมีการแข่งขันมากขึ้นจากผู้ประกอบการโรงพยาบาลที่มีอยู่เดิมและ/หรือผู้เข้ามาใหม่ในตลาดในประเทศไทย จะมีความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: ttb wealth

**ESG Weighting**



**ESG Rating**



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	tbt wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
<b>CHG</b>	<b>YES</b>	-	-	<b>2.9</b>	<b>0.00</b>	-	<b>5.0</b>

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI)

MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

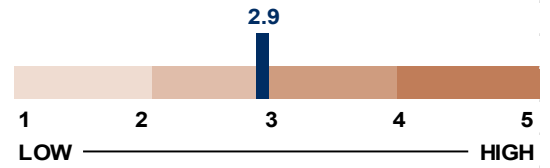


**ESG Summary**

- CHG เป็นเครือโรงพยาบาลที่ใหญ่เป็นอันดับห้าในประเทศไทย การดำเนินงานของบริษัทก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกน้อยมาก คะแนน ESG ของเราสำหรับ CHG อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.9 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 3.1 เนื่องจากบริษัทให้ความสำคัญกับการนำ ESG มาใช้ในระดับที่น้อยกว่าบริษัทคู่แข่ง และมีปัญหาด้านการกำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายในโดยอดีตซีอีโอ
- ในปี 2025 CHG ได้มีความก้าวหน้าในการบรรลุเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม โดยได้ติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ (PV) ในโรงพยาบาล 9 แห่ง ซึ่งช่วยลดการใช้พลังงานและการปล่อยก๊าซเรือนกระจก อย่างไรก็ตาม CHG ได้แก้ไขเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม (E) บางส่วน โดยเลื่อนกำหนดเวลาออกไปในหลายตัวชี้วัด
- เราขอการมีส่วนร่วมทางสังคม (S) ที่แข็งแกร่งของ CHG โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเข้าถึงได้ง่ายและราคาที่เหมาะสม บริษัทมีบทบาทสำคัญในการให้บริการด้านการดูแลสุขภาพแก่ผู้ป่วยและชุมชนที่มีรายได้น้อย กลางถึงต่ำที่อยู่ใกล้เขตอุตสาหกรรม สนับสนุนการมีส่วนร่วมทางสังคมและการเข้าถึงการดูแลสุขภาพที่จำเป็น ส่วนที่ควรปรับปรุง ได้แก่ การนำเทคโนโลยีสารสนเทศมาใช้และการพัฒนาบุคลากรอย่างเป็นระบบ ซึ่งจะช่วยลดความเหลื่อมล้ำทางสังคมเมื่อเทียบกับบริษัทระดับสูงกว่า
- คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ของ CHG อยู่ที่ 2.5 ซึ่งสะท้อนถึงปัญหาการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายในในอดีต ความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่จำกัด และกรอบการกำกับดูแลที่เน้นการปฏิบัติตามกฎระเบียบ
- คะแนน G ยังสะท้อนถึงความเสี่ยงทางธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับอัตราการแข่งขันของโครงการประกันสังคม และความเสี่ยงของการจ่ายเงินไม่ครบตามกำหนด

We assign CHG a moderate Environmental score of 2.9, slightly below the sector average. This reflects adequate policies and disclosure, and delays in deadlines to achieve some targets. Waste management is a strong performing area.

Environment (E) Rating



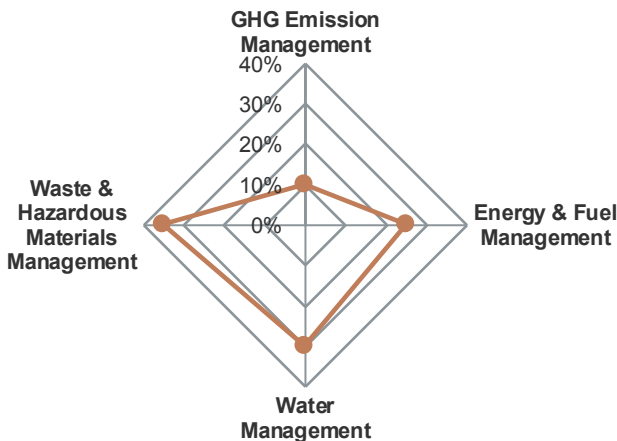
ENVIRONMENT

Our Comments

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

- CHG’s E score is moderate at 2.9, slightly below the sector average of 3.0. This reflects the company’s adequate environmental policies, core targets, and consistent disclosure practices. However, it delayed the deadlines for some targets this year. In our view, CHG’s environmental management is compliant and well structured, but it does not yet stand out among peers in terms of ambition or leadership.
- In 2025, the group installed solar photovoltaic (solar PV) systems across nine hospitals. Consequently, the company achieved a renewable energy share of 16% of total consumption, and lowered energy intensity per Bt1m revenue by 18.3%. This also helps company lower its Scope 1 and Scope 2 GHG gas emissions by 28.7% y-y. Its GHG emission intensity dropped sharply from 2.01tCO<sub>2</sub>e to 1.51tCO<sub>2</sub>e. We view these actions positively as they support cost control and operational efficiency with the focus shifting to absolute energy reduction rather than intensity control.
- In 2025, the company extended the target to reduce water consumption by 10% from 2023 base year from 2026 to 2029. 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 the fact that targets have been delayed limits upside to the E score.
- Waste management is one of CHG’s stronger environmental areas. The company targets reducing waste generation by at least 10% by 2029 compared with the 2023 baseline and increasing in the recycling rate to at least 25%. These goals are 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.

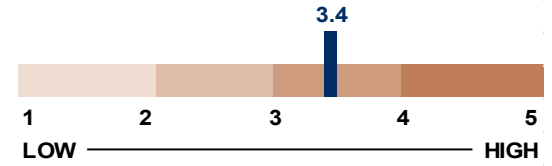
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign CHG a decent Social (S) score of 3.4, though still slightly below the sector average. This reflects strong healthcare accessibility and acceptable patient safety standards. Areas of improvement are the safety rate and staff training.

Social (S) Rating



**SOCIAL**

**Our Comments**

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

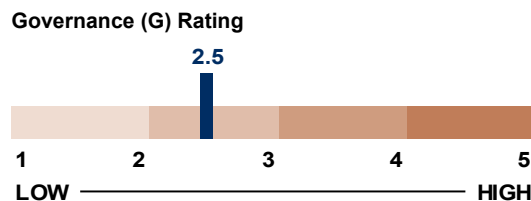
- CHG’s S score is 3.4. It is decent but still slightly below the sector average of 3.6. This reflects good healthcare inclusion, acceptable patient safety standards, and labor practices. However, areas of improvement are safety standards and staff training.
- We assign a high score to CHG’s accessibility 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 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 company achieved a 99.12% rating in 2025. The hospital group has received certifications from Hospital Accreditation (HA) and Joint Commission International (JCI). We view these certifications positively, as they support service credibility and patient trust.
- CHG emphasizes human rights through its “iCare” core value, supporting equal treatment, patient safety, and respect for dignity. CHG was awarded 2025 Model Organization on Human Rights Award. We view this as a testament to company’s commitment to human rights.
- The company operates the Chularat Inter Health School to train nurse assistants. In 2025, The company was awarded a license as an examination center for labor standards in the field of medicine and health – elderly care from the governor of Samut Prakan. This should help mitigate its staff shortage risk and enhance the community’s labor standards.
- Employee training hour per person per year has been reduced from 53 to 41 hours, and the budget was lowered from Bt3.5m to Bt3.3m in 2025.
- CHG provides fair pay, benefits, a safe working environment, and targets zero work-related injuries and occupational accidents. Nevertheless, work-related injuries increased from 10 cases in 2024 to 21 in 2025.
- In 2025, CHG demonstrated active community engagement by participating in the BOI-CST program by providing Bt65m in medical equipment to six hospitals in remote areas.
- CHG has data privacy policies to protect patient information and maintain trust. The company targets 0% successful external cyberattacks resulting in service disruption and was able to maintain a pristine record in the past three years. The firm achieved an “A” rating from the Security Scorecard Program from the Stock Exchange of Thailand in 2024.

**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

We assign CHG a moderate Governance (G) score of 2.5, reflecting past governance concerns, limited board independence, and business risks surrounding the Social Security Scheme. On a positive note, basic governance and risk management structures are in place.

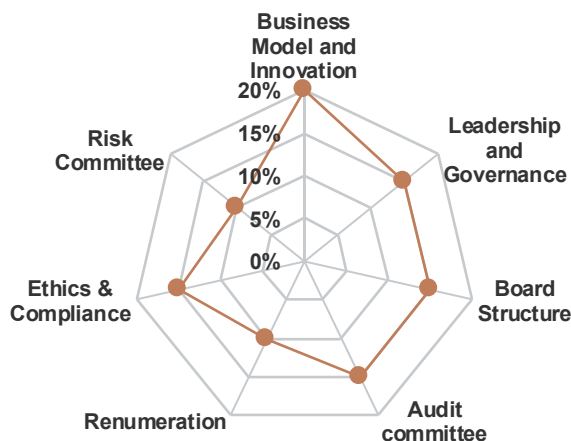


**GOVERNANCE & SUSTAINABILITY** **Our Comments**

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

- We assign a moderate G score of 2.5 to CHG due to past governance concerns, weak board structure, and business risk associated with Social Security Scheme (SSS) services.
- CHG’s board structure is not strong in our view. The board chairman represents a major shareholder (the Plussind family). Also, only four of 12 directors are independent directors which is far below the best-practice ratio of two-thirds. Of the 12 directors, only two 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 key oversight committees, including an executive committee, an audit committee, a nomination and remuneration committee, a corporate investment and risk management committee, and a governance and sustainability committee.
- On sustainability under its business model and innovation, CHG is strong in services upgrades and expansion trends but still faces uncertainties around its SSS business area, such as SSS payment shortfalls, changes in regulation, etc. As for service upgrades and expansions, CHG has done well in developing 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 2023, the former CEO was penalized by the SEC for using insider information to buy CHG shares. CHG has since strengthened internal controls and compliance practices.
- The company achieved a 5-star “Excellent” rating in the 2025 Corporate Governance Report (CGR) conducted by the Thai Institute of Directors Association (IOD) and the Stock Exchange of Thailand (SET) with a score of 99 out of 100.
- 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.

**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	8,237	8,347	8,753	9,430	10,257
Cost of sales	6,068	5,974	6,239	6,708	7,354
<b>Gross profit</b>	<b>2,169</b>	<b>2,373</b>	<b>2,514</b>	<b>2,722</b>	<b>2,903</b>
% gross margin	26.3%	28.4%	28.7%	28.9%	28.3%
Selling & administration expenses	1,127	1,192	1,253	1,368	1,482
<b>Operating profit</b>	<b>1,042</b>	<b>1,181</b>	<b>1,261</b>	<b>1,354</b>	<b>1,421</b>
% operating margin	12.7%	14.2%	14.4%	14.4%	13.9%
Depreciation & amortization	523	530	552	588	619
<b>EBITDA</b>	<b>1,540</b>	<b>1,687</b>	<b>1,794</b>	<b>1,923</b>	<b>2,022</b>
% EBITDA margin	18.7%	20.2%	20.5%	20.4%	19.7%
Non-operating income	258	81	70	72	76
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(35)	(28)	(23)	(25)	(34)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,265</b>	<b>1,235</b>	<b>1,308</b>	<b>1,401</b>	<b>1,464</b>
Income tax	267	251	250	276	285
<b>After-tax profit</b>	<b>998</b>	<b>984</b>	<b>1,058</b>	<b>1,125</b>	<b>1,178</b>
% net margin	12.1%	11.8%	12.1%	11.9%	11.5%
Shares in affiliates' Earnings	(20)	(13)	(8)	(5)	0
Minority interests	(13)	(41)	(43)	(46)	(50)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>965</b>	<b>929</b>	<b>1,008</b>	<b>1,074</b>	<b>1,128</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>965</b>	<b>929</b>	<b>1,008</b>	<b>1,074</b>	<b>1,128</b>
EPS (Bt)	0.09	0.08	0.09	0.10	0.10
Normalized EPS (Bt)	0.09	0.08	0.09	0.10	0.10

*Earnings likely passed the bottom in 2025*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	4,095	3,814	3,765	3,931	4,336
Cash & cash equivalent	1,812	1,888	1,620	1,620	1,820
Account receivables	1,948	1,498	1,679	1,808	1,967
Inventories	300	310	342	368	403
Others	36	119	125	135	146
Investments & loans	102	89	89	89	89
Net fixed assets	5,772	5,920	6,388	6,719	7,018
Other assets	417	415	419	430	449
<b>Total assets</b>	<b>10,387</b>	<b>10,239</b>	<b>10,661</b>	<b>11,169</b>	<b>11,893</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	1,468	1,228	1,394	1,455	1,672
Account payables	869	897	940	1,011	1,108
Bank overdraft & ST loans	50	45	50	69	94
Current LT debt	81	84	68	94	127
Others current liabilities	468	202	336	281	342
<b>Total LT debt</b>	<b>512</b>	<b>403</b>	<b>384</b>	<b>531</b>	<b>720</b>
Others LT liabilities	276	349	361	374	394
<b>Total liabilities</b>	<b>2,256</b>	<b>1,979</b>	<b>2,139</b>	<b>2,359</b>	<b>2,786</b>
Minority interest	410	439	482	528	578
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Share premium	1,146	1,146	1,146	1,146	1,146
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
<b>Retained earnings</b>	<b>5,474</b>	<b>5,575</b>	<b>5,794</b>	<b>6,035</b>	<b>6,283</b>
Shareholders' equity	7,720	7,821	8,040	8,282	8,529
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>10,387</b>	<b>10,239</b>	<b>10,661</b>	<b>11,169</b>	<b>11,893</b>

*New hospitals planned to be added to its portfolio over 2026-28*

Sources: Company data, ttb wealth estimates

**CASH FLOW STATEMENT***Strong cash flow from operations*

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Earnings before tax	1,265	1,235	1,308	1,401	1,464
Tax paid	(291)	(253)	(245)	(271)	(278)
Depreciation & amortization	497	506	533	569	601
Chg In working capital	222	468	(170)	(85)	(97)
Chg In other CA & CL / minorities	(10)	(373)	115	(75)	42
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,684</b>	<b>1,582</b>	<b>1,541</b>	<b>1,539</b>	<b>1,732</b>
Capex	(569)	(654)	(1,000)	(900)	(900)
Right of use	6	15	14	18	17
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	20	13	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(45)	59	(5)	(16)	(16)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(587)</b>	<b>(567)</b>	<b>(991)</b>	<b>(898)</b>	<b>(899)</b>
Debt financing	(40)	(111)	(31)	192	248
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(770)	(770)	(788)	(832)	(881)
Warrants & other surplus	0	(58)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(810)</b>	<b>(939)</b>	<b>(819)</b>	<b>(641)</b>	<b>(633)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>1,097</b>	<b>1,015</b>	<b>550</b>	<b>641</b>	<b>833</b>

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

<b>FY ending Dec</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Normalized PE (x)	17.3	18.0	16.6	15.6	14.8
Normalized PE - at target price (x)	20.5	21.3	19.7	18.4	17.6
PE (x)	17.3	18.0	16.6	15.6	14.8
PE - at target price (x)	20.5	21.3	19.7	18.4	17.6
EV/EBITDA (x)	10.1	9.1	8.7	8.2	7.8
EV/EBITDA - at target price (x)	12.1	10.9	10.4	9.8	9.4
P/BV (x)	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
P/BV - at target price (x)	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3
P/CFO (x)	9.9	10.6	10.8	10.9	9.7
Price/sales (x)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6
Dividend yield (%)	4.6	4.6	4.8	5.1	5.4
FCF Yield (%)	6.6	6.1	3.3	3.8	5.0
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.09	0.08	0.09	0.10	0.10
EPS	0.09	0.08	0.09	0.10	0.10
DPS	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08
BV/share	0.70	0.71	0.73	0.75	0.78
CFO/share	0.15	0.14	0.14	0.14	0.16
FCF/share	0.10	0.09	0.05	0.06	0.08

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	6.6	1.3	4.9	7.7	8.8
Net profit (%)	(7.7)	(3.7)	8.4	6.5	5.1
EPS (%)	(7.7)	(3.7)	8.4	6.5	5.1
Normalized profit (%)	(7.7)	(3.7)	8.4	6.5	5.1
Normalized EPS (%)	(7.7)	(3.7)	8.4	6.5	5.1
Dividend payout ratio (%)	79.8	82.9	80.0	80.0	80.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	26.3	28.4	28.7	28.9	28.3
Operating margin (%)	12.7	14.2	14.4	14.4	13.9
EBITDA margin (%)	18.7	20.2	20.5	20.4	19.7
Net margin (%)	12.1	11.8	12.1	11.9	11.5
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	30.2	42.9	55.6	53.4	42.2
Interest coverage - EBITDA (x)	44.6	61.3	79.1	75.8	60.0
ROA - using norm profit (%)	9.3	9.0	9.6	9.8	9.8
ROE - using norm profit (%)	12.7	12.0	12.7	13.2	13.4
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	13.1	12.7	13.3	13.8	14.0
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
- operating margin (%)	15.8	15.1	15.2	15.1	14.6
- leverage (x)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
- interest burden (%)	97.3	97.8	98.3	98.2	97.7
- tax burden (%)	78.9	79.7	80.9	80.3	80.5
WACC (%)	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
ROIC (%)	12.3	14.4	15.8	15.7	15.6
NOPAT (Bt m)	822	941	1,020	1,087	1,144
invested capital (Bt m)	6,551	6,465	6,922	7,355	7,650

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. 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 information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors (DJSI) 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.

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

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

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ทำทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลู”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนนโวมูร์กิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### 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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เบร็ท ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPFTH) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แสมศิริ จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## ttb wealth research team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจการณ, CFA

pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

วิสิษฐา สุวรรณอำไพ

rawisara.suw@ttbwealth.co.th

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

narinorn.kla@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

sittichet.run@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA

adisak.phu@ttbwealth.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค่าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศกดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

saksid.pha@ttbwealth.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA

chod.rea@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

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

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ

rata.lim@ttbwealth.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย

siriporn.aru@ttbwealth.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

lapinee.dib@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชนันท์ ธรรมบำรุง

witchanan.tam@ttbwealth.co.th

## Data Support Team

---

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

### วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

### สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

## ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th