

# โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ BH

บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg BH TB  
Reuters BH.BK



## การเปิดพ.ใหม่ที่ถูกเหี้ยมมูลค่าเพิ่มในระยะยาว แต่สร้างแรงกดดันในระยะสั้น

โรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ตของ BH (จะเปิดในปี 2569) จะเหี้ยมให้จำนวนเตียงเพิ่มขึ้น 39% และขยายเครือข่ายของบริษัทออกไปจากที่มีโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียวในกรุงเทพฯ การแข่งขันจะเป็นความท้าทายเนื่องจาก BDMS มีสถานะที่แข็งแกร่งในจังหวัดภูเก็ตอยู่แล้ว อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่าการแข่งขันจะรุนแรงเพราะภาวะอุปทานในพื้นที่ภูเก็ตไม่ได้เป็นที่น่าสนใจ ทังนี้แม้ว่าโรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ตจะเหี้ยมให้ค่าเพิ่มในระยะยาว แต่จะมีแรงกดดันต่อกำไรในระยะสั้น ดังนั้นเราจึงให้คำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ BH เราปรับราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 อ้างอิงวิธี DCF เพิ่มขึ้นเป็น 300 บาท/หุ้น เพื่อสะท้อนโรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ต

**โรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ตจะเปิดให้บริการในปี 2569** BH วางแผนเปิดโรงพยาบาลใหม่ในจังหวัดภูเก็ตคือ *โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล ภูเก็ต* ใน 1H69 โดยคาดว่าจะได้รับอนุมัติ EIA ใน 2H67 และใช้เวลาก่อสร้างราว 1 ปี โรงพยาบาลแห่งนี้จะมีจำนวนเตียงทั้งหมด 212 เตียง โดยในเฟสแรกจะมีเตียงเปิดให้บริการ 150 เตียง พร้อมกับบริการต่างๆ เช่น การดูแลสุขภาพทั่วไป, การรักษาโรคหัวใจ, การผ่าตัดกระดูกและกระดูกสันหลัง และการคลอดบุตร นอกจากนี้ โรงพยาบาลนี้เป็นศูนย์ส่งต่อผู้ป่วยที่ต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่ซับซ้อนมากขึ้นไปยัง *โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล* ในกรุงเทพฯ

**แม้ว่าเราจะมีมุมมองเชิงบวกต่อการขยายเครือข่ายโรงพยาบาล แต่การแข่งขันจะเป็นความท้าทาย** โรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ตของ BH จะทำให้จำนวนเตียงของบริษัทเพิ่มขึ้น 39% (จากจำนวนเตียงปัจจุบันที่ 538 เตียง) และเป็นการขยายเครือข่ายของบริษัทออกไปจากที่มีโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียวในกรุงเทพฯ ภูเก็ตเป็นหนึ่งในจังหวัดสำคัญในประเทศไทยที่มีกิจกรรมทางเศรษฐกิจหลักคือการท่องเที่ยว อ้างอิงข้อมูลจากกระทรวงสาธารณสุข ภูเก็ตมีเตียงโรงพยาบาลให้บริการจำนวน 1,374 เตียง โดยส่วนใหญ่เป็นเตียงของโรงพยาบาลรัฐซึ่งคิดเป็น 66% ของจำนวนเตียงทั้งหมด และที่เหลืออีก 34% เป็นเตียงของโรงพยาบาลเอกชน เรามองว่าการแข่งขันจะเป็นความท้าทายสำหรับ BH เนื่องจาก BDMS มีสถานะที่แข็งแกร่งในภูเก็ตอยู่แล้ว โดยเปิดให้บริการโรงพยาบาลเอกชน 3 แห่ง ด้วยส่วนแบ่งตลาด 30% อย่างไรก็ตาม จากภาพอุตสาหกรรมในฝั่งอุปทานเตียง เราไม่คิดว่าการแข่งขันจะรุนแรงในพื้นที่ภูเก็ต โดยการศึกษาของเราแสดงให้เห็นว่าภูเก็ตมีเตียงโรงพยาบาล 3.2 เตียงต่อจำนวนประชากรที่มีชื่ออยู่ในทะเบียนบ้าน 1,000 คน แต่จะลดลงสู่ 2.4 เตียงเมื่อรวมผู้พักอาศัยทั้งหมดเข้ามา ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของประเทศไทย แต่ต่ำกว่ากรุงเทพฯ ที่ 4.0 เตียง ซึ่งบ่งชี้ว่าอุปทานเตียงโรงพยาบาลในภูเก็ตไม่ได้สูงจนเป็นที่น่ากังวล

**ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นสู่ 300 บาท/หุ้น มีแรงกดดันระยะสั้นจากผลขาดทุนในระยะแรกของโรงพยาบาลใหม่ แนะนำ NEUTRAL** เราปรับราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 ที่ราคาประเมินด้วยวิธี DCF ปรับขึ้นมาอยู่ที่ 300 บาท/หุ้น (เพิ่มขึ้น 11% จาก 270 บาท/หุ้น) โดยอิงกับ WACC ที่ 7.1% และการเติบโตระยะยาวที่ 3% เราให้คำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ BH เนื่องจากแม้ว่าโรงพยาบาลใหม่ในภูเก็ตจะเหี้ยมให้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ในระยะยาว แต่จะมีแรงกดดันต่อกำไรในระยะสั้น เราประเมินได้ว่ากำไรปกติในปี 2567-2569 ของ BH จะเติบโตที่ CAGR 2% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 7% และ BDMS (คู่แข่งโดยตรง) ที่ 8% เนื่องจากผลขาดทุนในระยะแรกของโรงพยาบาลใหม่ในภูเก็ตจะเหี้ยมให้กำไรปกติของ BH ปรับตัวลดลง 1% ในปี 2569 ก่อนที่จะพลิกกลับมาเติบโต 10% ในปี 2570 และเติบโต 8% ในปี 2571 โดยได้แรงหนุนจากการดำเนินงานที่ดีขึ้น เราใช้สมมติฐานว่าโรงพยาบาลใหม่ในภูเก็ตจะทำกำไรได้ในปี 2571 ซึ่งเป็นปีที่สามของการดำเนินงาน ปัจจัยกระตุ้น คือ ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งกว่าคาดของโรงพยาบาลใหม่ ปัจจุบันหุ้น BH ซื้อขายที่ PE ปี 2567 ระดับ 28 เท่า ก่อนข้างใกล้เคียงกับ BDMS (29 เท่า)

**ความเสี่ยง** เนื่องจาก BH มีรายได้หลักมาจากบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติ ดังนั้นเราจะจับตามองการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจทำให้เกิดการชะลอการรักษารักษาโรคที่ไม่เร่งด่วนและความไม่สะดวกของผู้ป่วยต่างชาติที่จะเดินทางมารับการรักษายาพยาบาลในประเทศไทย เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่ง BH ได้นำเอาระบบบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	20,646	25,296	27,053	28,588	32,536
EBITDA	(Btmn)	7,170	9,710	10,957	11,556	11,588
Core profit	(Btmn)	4,941	6,918	7,765	8,151	8,109
Reported profit	(Btmn)	4,938	7,006	7,765	8,151	8,109
Core EPS	(Bt)	6.22	8.70	9.77	10.25	10.20
DPS	(Bt)	3.50	4.50	4.98	5.23	5.20
P/E, core	(x)	43.6	31.1	27.7	26.4	26.6
EPS growth, core	(%)	302.9	40.0	12.2	5.0	(0.5)
P/BV, core	(x)	10.9	9.1	7.7	6.7	6.0
ROE	(%)	26.3	31.4	29.6	26.8	23.5
Dividend yield	(%)	1.3	1.7	1.8	1.9	1.9
EV/EBITDA	(x)	29.8	21.9	18.4	17.3	17.0
EBITDA growth	(%)	163.6	35.4	12.8	5.5	0.3

Source: InnovestX Research

## Tactical: NEUTRAL (3-month)

Stock data	
Last close (Sep 10) (Bt)	271.00
Target price (Bt)	300.00
Mkt cap (Btmn)	215.42
Mkt cap (US\$m)	6,408
Beta	L
Mkt cap (%) SET	1.22
Sector % SET	5.44
Shares issued (mn)	795
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	282 / 212
Avg. daily 6m (US\$m)	19.20
Foreign limit / actual (%)	49 / 31
Free float (%)	65.3
Dividend policy (%)	NA

Share performance			
(%)	1M	3M	12M
Absolute	7.1	12.9	1.9
Relative to SET	(2.7)	4.1	9.9

Source: SET, InnovestX Research

2023 Sustainability / 2022 ESG Score	
SET ESG Ratings	No

ESG Bloomberg Rank in the sector	
ESG Score Rank	4/23
Environmental Score Rank	3/23
Social Score Rank	4/23
Governance Score Rank	3/23

### ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

คะแนน ESG ของ BH สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม

Source: Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### ระวีญช ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

### จุดเด่น

BH ก่อตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2523 โดยประกอบธุรกิจโรงพยาบาลแห่งเดียวในกรุงเทพฯ คือ *โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล* ซึ่งเป็นโรงพยาบาลที่บุกเบิกการให้บริการดูแลสุขภาพที่ได้มาตรฐานระดับโลกและให้บริการดูแลสุขภาพแก่ชาวต่างชาติ โดยให้บริการผู้ป่วยกว่า 1.1 ล้านคนจากกว่า 190 ประเทศต่อปี บริการผู้ป่วยชาวต่างชาติคิดเป็น 67% ของรายได้ในปี 2566 ตามมาด้วยบริการผู้ป่วยชาวไทยที่ 33% BH มีความสามารถในการให้บริการ OPD 5,500 ราย/วัน และจำนวนเตียงจดทะเบียน 580 เตียง

### แนวโน้มธุรกิจ

เราประเมินว่า BH จะรายงานกำไรปกติ 7.7 พันลบ. หรือเติบโต 12% ในปี 2567 การขยายธุรกิจหลักๆ จะเกิดขึ้นในปี 2568 ซึ่งเป็นช่วงที่ BH วางแผนเปิดโรงพยาบาลแห่งใหม่ ขนาด 212 เตียง ในภูเก็ต ซึ่งจะทำให้จำนวนเตียงของ BH เพิ่มขึ้น 39% โรงพยาบาลแห่งนี้เป็นโรงพยาบาลที่สร้างขึ้นใหม่ ด้วยงบลงทุนรวม 4.3 พันลบ. ทั้งนี้แม้ว่าโรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ตจะหนุนให้กำไรเพิ่มขึ้นในระยะยาว แต่จะมีแรงกดดันในระยะสั้นจากการระดมทุนเริ่มแรก

Bullish views	Bearish views
1. อำนาจในการกำหนดราคาที่สูงขึ้นสะท้อนให้เห็นผ่านทาง EBITDA margin ระดับสูง	1. การดำเนินงานจะกลับคืนสู่ภาวะปกติ
2. ฐานะการเงินแข็งแกร่ง	2) การระดมทุนเริ่มแรกจากโรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ต

### ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
แนวโน้มกำไรระยะสั้น	โมเมนตัมกำไร 3Q67	+YoY และ +QoQ	เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต YoY และ QoQ จากปัจจัยฤดูกาล
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2567	การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์	ลบ	เนื่องจากบริการผู้ป่วยต่างชาติคิดเป็น 67% ของรายได้ของ BH ดังนั้นเราจะจับตาดูการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจทำให้เกิดการชะลอการรักษาโรคที่ไม่เร่งด่วนและความไม่สะดวกของผู้ป่วยต่างชาติที่จะเดินทางมารับการรักษาพยาบาลในประเทศไทย

### การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1ppt ในรายได้จากการกิจการโรงพยาบาล	2-3%	6 บาท/หุ้น (2%)

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

BH เดินหน้าพัฒนาสู่ความยั่งยืน อย่างไรก็ตาม เรายังคงประเมินความเสี่ยง เช่น สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ว่ายังมีโอกาสที่จะพัฒนาให้ดีขึ้น เนื่องจากบริษัทไม่ได้ให้รายละเอียดเกี่ยวกับเป้าหมายที่มุ่งมั่นทำให้สำเร็จ

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

<b>Bloomberg ESG Score</b>	<b>47.79 (2022)</b>
Rank in Sector	4/23

<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Ratings</b>
BH 5	No	No	No

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

- ในปี 2566 BH ได้คำนวณการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (ขอบเขต 1, 2 และ 3) หรือคาร์บอนฟุตพริ้นท์และรายงานเป็นครั้งแรก ในปี 2566 ปริมาณ การปล่อย ก๊าซ เรือน กระจก อยู่ที่ 33,686 ตัน คาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า (เพิ่มจาก 31,824 ในปี 2565) อย่างไรก็ตาม ความเข้มข้นการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลดลงมาอยู่ที่ 1.34 ตัน คาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าต่อรายได้ 1 ล้านบาท (เทียบกับ 1.55 ในปี 2565)
- BH ดำเนินการประเมินการลดความแรงของน้ำ เช่น การเปลี่ยนอ่าง ภาชนะ การออกแบบระบบความร้อน ความเย็น และการระบายอากาศ (HVAC) เพื่อลดปริมาณการใช้น้ำ โดยในปี 2566 ความเข้มข้นของ การใช้น้ำอยู่ที่ 21.68 ลูกบาศก์เมตรต่อรายได้ 1 ล้านบาท (ซึ่งลดลง จาก 23.27 ในปี 2565)
- BH พยายามลดการใช้ผลิตภัณฑ์และกระบวนการที่ก่อให้เกิดขยะทาง การแพทย์ที่ต้องได้รับการควบคุม (RMW) และหาทางเลือกอื่นเท่าที่ สามารถทำได้ นอกจากนี้ในการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการใช้ RMW โรงพยาบาลจึงทำการฆ่าเชื้อวัสดุอุปกรณ์ส่วนหนึ่งภายใน โรงพยาบาล

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

- BH ปฏิบัติตามมาตรฐานการดำเนินงานขององค์กร Joint Commission International (JCI) ซึ่งถือเป็นองค์กรอิสระผู้ประเมิน ด้านคุณภาพและมาตรฐานความปลอดภัยของโรงพยาบาล และเป็นที่ยอมรับจากสถานบริการด้านสุขภาพทั้งในยุโรปและสหรัฐอเมริกา
- BH ปรับปรุงกระบวนการบริหารทรัพยากรบุคคลและนำเทคโนโลยีมา ใช้ในการทำงาน
- ในปี 2566 อัตราการฝึกอบรมเฉลี่ยต่อคนต่อปี คือ 72.43 ชั่วโมง ซึ่ง ลดลงจาก 55.58 ชั่วโมงในปี 2565
- เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่ง BH ได้นำเอาระบบบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการ ดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาล (G)**

- BH มอบหมายให้ทีมงานการจัดการประสบการณ์ผู้ป่วย จัดตั้งและ ติดตามแนวทางการปฏิบัติในการบริหารลูกค้าสัมพันธ์อย่างเป็นระบบ โดยในปี 2566 อัตราการรักษาค่าใช้จ่ายบริการเดิมอยู่ที่ 97.4%
- BH มีการบังคับใช้นโยบายการจัดซื้อจัดจ้าง รวมถึงการประเมิน ความเสี่ยงด้านห่วงโซ่อุปทานเพื่อให้กระบวนการจัดซื้อมีความโปร่งใสตาม มาตรฐานสากลและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพของผลิตภัณฑ์ และบริการ
- ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2566 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 11 ท่าน ประกอบด้วย กรรมการอิสระจำนวน 5 ท่าน (45.5% ของกรรมการ ทั้งหมด) โดยสัดส่วนของกรรมการอิสระมีจำนวนไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด เรายังคงมองว่าโครงสร้างกรรมการบริษัทมีความ เหมาะสมเนื่องจากกรรมการอิสระมีจำนวนไม่น้อยกว่าหนึ่งในสามของ จำนวนกรรมการทั้งหมด
- ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ
- กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 30% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่ เรียกชำระแล้ว

**EGS Disclosure Score**

	2021	2022
<b>EGS Disclosure Score</b>	<b>47.79</b>	<b>47.79</b>
<b>Environment</b>	<b>35.76</b>	<b>35.76</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1	—	—
GHG Scope 2 Location-Based	—	—
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Total Energy Consumption	0.05	0.05
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Total Waste	—	—
Water Policy	Yes	Yes
Total Water Withdrawal	370.69	412.42
<b>Social</b>	<b>26.39</b>	<b>26.39</b>
Human Rights Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Pct Women in Workforce	—	—
Lost Time Incident Rate - Employees	—	—
Number of Employees - CSR	3,455	4,219
Total Hours Spent by Firm - Employee Training	195,354	234,480
<b>Governance</b>	<b>81.10</b>	<b>81.10</b>
Size of the Board	11.00	11.00
Board Meeting Attendance Pct	95.34	97.72
Number of Independent Directors	5.00	5.00
% Independent directors to total board members	45.45	45.45
Board Duration (Years)	3.00	3.00

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจจะเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btmn)	18,409	12,315	12,404	20,646	25,296	27,053	28,588	32,536
Cost of goods sold	(Btmn)	10,285	7,677	7,731	11,099	12,895	13,238	14,129	17,400
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>8,124</b>	<b>4,638</b>	<b>4,673</b>	<b>9,546</b>	<b>12,401</b>	<b>13,815</b>	<b>14,459</b>	<b>15,136</b>
SG&A	(Btmn)	3,751	3,394	3,296	3,798	4,180	4,322	4,506	5,261
Other income	(Btmn)	309	252	221	308	392	350	378	410
Interest expense	(Btmn)	127	128	120	4	2	10	10	10
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,534</b>	<b>1,371</b>	<b>1,456</b>	<b>6,049</b>	<b>8,638</b>	<b>9,832</b>	<b>10,320</b>	<b>10,274</b>
Corporate tax	(Btmn)	773	150	216	1,072	1,583	1,967	2,064	2,055
Equity a/c profits	(Btmn)	(3)	(2)	(12)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Minority interests	(Btmn)	(13)	(17)	(24)	(39)	(49)	(100)	(105)	(110)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,748</b>	<b>1,199</b>	<b>1,226</b>	<b>4,941</b>	<b>6,918</b>	<b>7,765</b>	<b>8,151</b>	<b>8,109</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	5	(10)	(3)	88	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,748</b>	<b>1,204</b>	<b>1,216</b>	<b>4,938</b>	<b>7,006</b>	<b>7,765</b>	<b>8,151</b>	<b>8,109</b>
EBITDA	(Btmn)	5,887	2,716	2,720	7,170	9,710	10,957	11,556	11,588
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>5.14</b>	<b>1.51</b>	<b>1.54</b>	<b>6.22</b>	<b>8.70</b>	<b>9.77</b>	<b>10.25</b>	<b>10.20</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	5.14	1.52	1.53	6.21	8.81	9.77	10.25	10.20
DPS (Bt)	(Bt)	3.20	3.20	3.20	3.50	4.50	4.98	5.23	5.20

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btmn)	11,736	10,801	8,062	11,419	15,685	17,273	19,763	23,198
Total fixed assets	(Btmn)	11,860	11,726	11,532	11,731	12,302	15,000	16,774	17,564
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>26,181</b>	<b>24,222</b>	<b>20,857</b>	<b>24,259</b>	<b>29,212</b>	<b>33,425</b>	<b>37,689</b>	<b>41,914</b>
Total loans	(Btmn)	3,045	2,817	320	320	320	320	320	320
Total current liabilities	(Btmn)	2,639	4,418	2,284	3,415	4,184	4,209	4,283	4,556
Total long-term liabilities	(Btmn)	3,595	640	640	640	640	640	640	640
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>5,916</b>	<b>5,385</b>	<b>3,239</b>	<b>4,253</b>	<b>5,114</b>	<b>5,139</b>	<b>5,213</b>	<b>5,486</b>
Paid-up capital	(Btmn)	730	796	796	796	796	796	796	796
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>20,265</b>	<b>18,837</b>	<b>17,618</b>	<b>20,005</b>	<b>24,098</b>	<b>28,286</b>	<b>32,476</b>	<b>36,428</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>27.41</b>	<b>23.32</b>	<b>21.75</b>	<b>24.79</b>	<b>29.94</b>	<b>35.20</b>	<b>40.46</b>	<b>45.42</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btmn)	3,748	1,199	1,226	4,941	6,918	7,765	8,151	8,109
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,223	1,220	1,180	1,117	1,097	1,114	1,225	1,302
Operating cash flow	(Btmn)	4,897	2,261	3,556	6,213	7,094	10,591	9,271	9,196
Investing cash flow	(Btmn)	(2,855)	(364)	2,252	(3,223)	(2,429)	(3,739)	(2,999)	(2,092)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,476)	(2,737)	(5,255)	(2,656)	(3,051)	(3,578)	(3,961)	(4,157)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(433)</b>	<b>(840)</b>	<b>553</b>	<b>334</b>	<b>1,615</b>	<b>3,275</b>	<b>2,312</b>	<b>2,947</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	44.1	37.7	37.7	46.2	49.0	51.1	50.6	46.5
Operating margin	(%)	23.8	10.1	11.1	27.8	32.5	35.1	34.8	30.4
EBITDA margin	(%)	30.6	20.3	21.0	33.5	37.0	39.4	39.3	34.5
EBIT margin	(%)	24.9	11.9	12.5	28.9	33.6	35.9	35.7	31.2
Net profit margin	(%)	20.4	9.8	9.8	23.9	27.7	28.7	28.5	24.9
ROE	(%)	19.2	6.1	6.7	26.3	31.4	29.6	26.8	23.5
ROA	(%)	14.7	4.8	5.4	21.9	25.9	24.8	22.9	20.4
Net D/E	(x)	(0.2)	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage	(x)	46.3	21.3	22.7	2,021.5	4,056.6	1,095.7	1,155.6	1,158.8
Debt service coverage	(x)	46.3	0.5	22.7	2,021.5	4,056.6	1,095.7	1,155.6	1,158.8
Payout Ratio	(x)	62.2	211.2	209.2	56.3	51.1	51.0	51.0	51.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Revenue breakdown by nationality</b>									
International	(%)	66	52	46	64	67	67	67	67
Thai	(%)	34	48	54	36	33	33	33	33

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Total revenue	(Btmn)	5,673	5,968	6,050	6,029	6,720	6,497	6,516	6,282
Cost of goods sold	(Btmn)	2,930	3,136	3,150	3,041	3,371	3,332	3,146	3,008
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,743</b>	<b>2,831</b>	<b>2,900</b>	<b>2,988</b>	<b>3,349</b>	<b>3,164</b>	<b>3,370</b>	<b>3,274</b>
SG&A	(Btmn)	999	1,046	1,013	986	1,040	1,140	1,020	1,007
Other income	(Btmn)	76	115	66	142	87	98	111	127
Interest expense	(Btmn)	1	1	0	0	0	1	2	2
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,821</b>	<b>1,889</b>	<b>1,949</b>	<b>2,148</b>	<b>2,401</b>	<b>2,140</b>	<b>2,469</b>	<b>2,388</b>
Corporate tax	(Btmn)	316	335	355	382	438	408	469	432
Equity a/c profits	(Btmn)	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
Minority interests	(Btmn)	(3)	(8)	(10)	(18)	(9)	(11)	(15)	(24)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,500</b>	<b>1,556</b>	<b>1,586</b>	<b>1,682</b>	<b>1,948</b>	<b>1,702</b>	<b>1,975</b>	<b>1,937</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	2	(10)	(3)	66	6	19	10	(5)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,501</b>	<b>1,546</b>	<b>1,583</b>	<b>1,748</b>	<b>1,954</b>	<b>1,721</b>	<b>1,985</b>	<b>1,932</b>
EBITDA	(Btmn)	2,098	2,174	2,223	2,419	2,668	2,399	2,728	2,656
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>1.89</b>	<b>1.96</b>	<b>2.00</b>	<b>2.12</b>	<b>2.45</b>	<b>2.14</b>	<b>2.48</b>	<b>2.44</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.89	1.94	1.99	2.20	2.46	2.16	2.50	2.43

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Total current assets	(Btmn)	9,426	11,419	13,357	12,674	13,457	15,685	17,463	15,490
Total fixed assets	(Btmn)	11,752	11,731	11,723	12,050	12,244	12,302	12,462	12,580
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>22,360</b>	<b>24,259</b>	<b>26,191</b>	<b>25,901</b>	<b>26,900</b>	<b>29,212</b>	<b>31,196</b>	<b>30,416</b>
Total loans	(Btmn)	320	320	320	320	320	320	320	320
Total current liabilities	(Btmn)	2,925	3,415	3,751	3,506	3,603	4,184	4,067	3,837
Total long-term liabilities	(Btmn)	640	640	640	640	640	640	640	640
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,958</b>	<b>4,253</b>	<b>4,617</b>	<b>4,396</b>	<b>4,521</b>	<b>5,114</b>	<b>5,064</b>	<b>4,859</b>
Paid-up capital	(Btmn)	796	796	796	796	796	796	796	796
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>18,402</b>	<b>20,005</b>	<b>21,574</b>	<b>21,505</b>	<b>22,379</b>	<b>24,098</b>	<b>26,132</b>	<b>25,556</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>22.75</b>	<b>24.79</b>	<b>26.76</b>	<b>26.64</b>	<b>27.74</b>	<b>29.94</b>	<b>32.48</b>	<b>31.77</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Core Profit	(Btmn)	1,500	1,556	1,586	1,682	1,948	1,702	1,975	1,937
Depreciation and amortization	(Btmn)	278	277	274	276	272	274	267	267
Operating cash flow	(Btmn)	1,832	1,859	1,864	1,478	2,140	1,613	2,413	2,117
Investing cash flow	(Btmn)	(926)	(1,564)	(1,932)	1,880	(2,470)	93	(3,585)	1,745
Financing cash flow	(Btmn)	(950)	(21)	(23)	(1,883)	(1,109)	(36)	(21)	(2,514)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(45)</b>	<b>275</b>	<b>(92)</b>	<b>1,475</b>	<b>(1,438)</b>	<b>1,670</b>	<b>(1,193)</b>	<b>1,347</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Gross margin	(%)	48.4	47.4	47.9	49.6	49.8	48.7	51.7	52.1
Operating margin	(%)	30.7	29.9	31.2	33.2	34.4	31.2	36.1	36.1
EBITDA margin	(%)	35.9	34.8	35.9	38.0	38.6	35.6	40.3	40.5
EBIT margin	(%)	31.7	31.1	31.9	34.8	35.3	32.4	37.2	37.3
Net profit margin	(%)	26.5	25.9	26.2	29.0	29.1	26.5	30.5	30.8
ROE	(%)	25.5	32.5	31.8	33.2	34.1	33.1	33.1	33.2
ROA	(%)	20.1	27.1	26.4	27.4	28.2	27.3	27.5	27.8
Net D/E	(x)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.4)
Interest coverage	(x)	3,208.4	3,822.3	4,574.9	5,125.2	8,209.2	2,160.3	1,293.0	1,292.6
Debt service coverage	(x)	3,208.4	3,822.3	4,574.9	5,125.2	8,209.2	2,160.3	1,293.0	1,292.6

### Main Assumptions

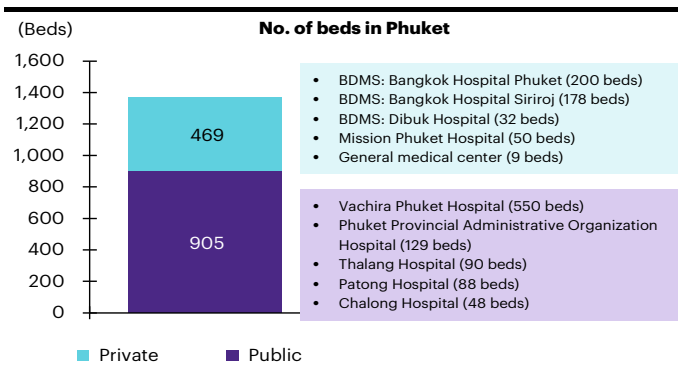
FY December 31	Unit	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
<b>Revenue breakdown by nationality</b>									
International	(%)	67	66	67	65	67	68	67	66
Thai	(%)	33	34	33	35	33	32	33	34

**Figure 1: Assumption and projection of new hospital in Phuket**

Operational statistics	Hospital in Bangkok 2023	Assumption: Hospital in Phuket				
		2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Patient volume per day						
OPD visit	2,913	600	825	975	1,166	1,378
Bed capacity	538	150	150	150	212	212
Bed utilization rate	74%	40%	55%	65%	55%	65%
Billing per patient (Bt)						
OPD	12,372	7,000	+4% p.a.	+4% p.a.	+4% p.a.	+4% p.a.
IPD (per day)	84,082	45,000	+4% p.a.	+4% p.a.	+4% p.a.	+4% p.a.
<b>Projection of hospital in Phuket</b>		<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>	<b>2029F</b>	<b>2030F</b>
Revenue (Bt mn)		2,519	3,601	4,427	5,505	6,767
Net profit/(loss) (Bt mn)		(410)	(286)	189	444	953
% contribution to BH's core earnings		-5.1%	-3.2%	2.0%	4.3%	8.4%

Source: Company data and InnovestX Research

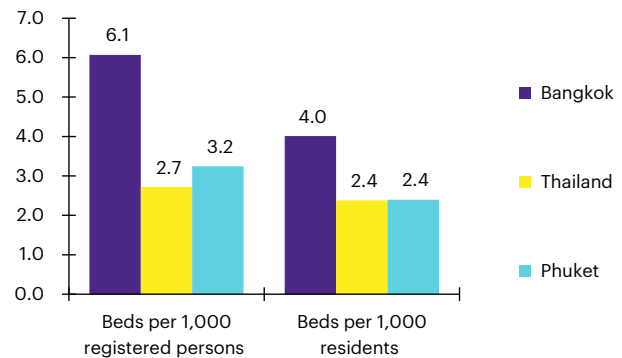
**Figure 2: Hospital beds in Phuket**



\*Hospital bed data as of September 2024

Source: Strategy and planning division of Office of the Permanent Secretary Ministry of Public Health and InnovestX Research

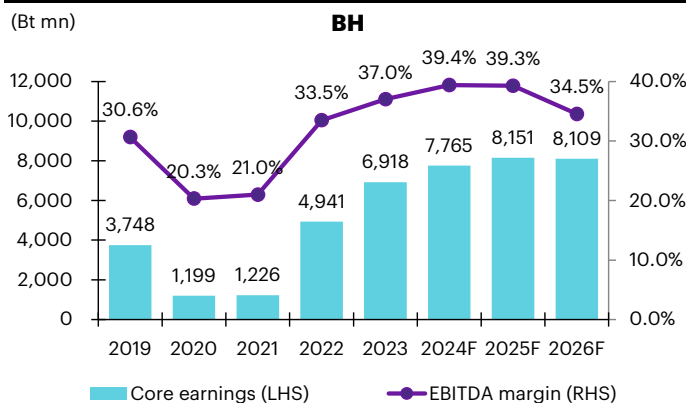
**Figure 3: Less concern on bed's oversupply in Phuket**



\*Registered persons (424K) and residents (574K) in Phuket based on recent data in 2023

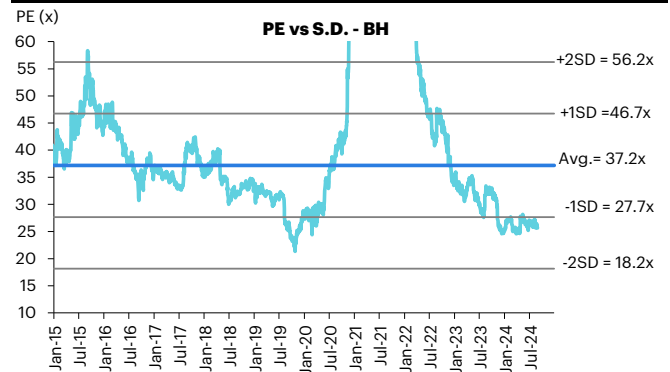
Source: Strategy and planning division of Office of the Permanent Secretary Ministry of Public Health, National Statistical Office and InnovestX Research

**Figure 4: BH earnings forecast**



Source: InnovestX Research

**Figure 5: BH PE band**



Source: SET and InnovestX Research

PE band since 2015, excluding 2020-21 which is an exceptional COVID-19 period

**Figure 6: Valuation summary (price as of Sep 10, 2024)**

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
BCH	Outperform	17.10	21.0	24.9	28.6	28.2	23.8	(63.0)	1.3	18.7	3.4	3.2	3.1	11	11	12	2.0	2.1	2.6	14.4	14.2	12.0
BDMS	Outperform	29.75	36.0	23.7	32.9	29.2	27.0	14.0	12.6	8.0	5.0	4.8	4.6	15	16	17	2.4	2.6	2.9	19.4	17.6	16.4
BH	Neutral	271.00	300.0	12.5	31.1	27.7	26.4	40.0	12.2	5.0	9.1	7.7	6.7	31	30	27	1.7	1.8	1.9	21.9	18.4	17.3
CHG	Neutral	2.66	2.9	11.6	26.8	26.1	22.9	(60.7)	2.6	13.9	3.9	3.7	3.5	14	14	15	2.6	2.6	3.1	15.6	14.8	13.0
RJH	Neutral	22.90	28.0	28.0	16.4	14.5	14.9	(59.3)	13.0	(2.9)	3.4	3.2	3.1	18	20	18	5.2	5.7	5.7	11.1	10.3	10.1
<b>Average</b>					<b>27.2</b>	<b>25.2</b>	<b>23.0</b>	<b>(25.8)</b>	<b>8.3</b>	<b>8.5</b>	<b>5.3</b>	<b>4.9</b>	<b>4.5</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2.6</b>	<b>17.8</b>	<b>16.3</b>	<b>14.7</b>

Source: InnovestX Research



**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณณ์ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดพลาด หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณลักษณะของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสียหายทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2023 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

7UP, AAV, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, ARIP, ARROW, ASEFA, ASK, ASP, ASW, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBK, BBL, BC, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BJCHI, BKI, BLA, BOL, BPP, BRI, BROOK, BRR, BTS, BTW, BWG, BYD, BSG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COTTO, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CSC, CSS, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FSX, FVC, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, ICN, III, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JTS, KBANK, KCC, KCE, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, KUN, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MEGA, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NKI, NOBLE, NRF, NTV, NVD, NWR, NYT, OCC, OISHI<sup>1</sup>, ONEE, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PLANB, PLAT, PLUS, PM, POLY, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRINC, PRM, PRTR, PSH, PSL, PT, PTC, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMPC, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPH, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMC, TMD, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRT, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, XPG, YUASA, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, A5, AAI, AIE, ALUCON, AMR, APURE, ARIN, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, AURA, BR, BSBM, BSRC, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GPI, HEALTH, HUMAN, IFS, INSET, IT, J, JCKH, JDF, JKN, JMART, JUBILE, K, KCAR, KGI, KIAT, KISS, KK, KTIS, KWC, KWM, LDC, LEO, LHK, MACO, METCO, MICRO, MK, MVP, NCAP, NOVA, NTSC, PACO, PIN, PQS, PREB, PRI, PRIME, PROEN, PROS, PROUD, PSTC, PTECH, PYLON, RCL, SALEE, SANKO, SCI, SCN, SE, SE-ED, SFLEX, SINGER, SKN, SONIC, SORKON, SPVI, SSP, SST, STANLY, STP, SUPER, SVOA, SWC, TCC, TEKA, TFM, TMILL, TNP, TPLAS, TPOLY, TRC, TRU, TRUBB, TSE, VRANDA, WAVE, WFX, WIJK, WIN, WP, XO

**Companies with Good CG Scoring**

24CS, AMANAH, AMARC, AMC, APP, ASAP, BCT, BE8, BIG, BIOTEC, BLESS, BSM, BVG, CAZ, CCET, CHARAN, CHAYO, CHOTI, CITY, CMAN, CMR, CRANE, CWT, DHOUSE, DTCENT, EASON, FNS, FTE, GIFT, GJS, GTB, GTV, GYT, HL, HTECH, HYDRO, IIG, INGRS, INSURE, IRCP, ITD, ITNS, JCK, JMT, JR, JSP, KBS, KGEN, KJL, L&E, LEE, MASTER, MBAX, MEB, MENA, META, MGT, MITSIB, MJD, MOSHI, MUD, NATION, NNCL, NPK, NSL, NV, OGC, PAF, PCC, PEACE, PICO, PK, PL, PLANET, PLE, PMTA, PPM, PRAKIT, PRECHA, PRN, PSG, RABBIT, READY, RJH, RSP, RWI, S11, SAAM, SAF, SAMCO, SAWAD, SCAP, SCP, SIAM, SKE, SKY, SMART, SMD, SMIT, SOLAR, SPA, STECH, STPI, SVR, TC, TCCC<sup>3</sup>, TEAM, TFI, TIGER, TITLE, TKC, TMI, TNH, TPA, TPAC, TRITN, UBA, UMI, UMS, UTP, VARO, VPO, W, WARRIX, WORK, WPH, YONG, ZIGA

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2022 to 31 October 2023) is publicized.

<sup>1</sup>OISHI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on September 6, 2023

<sup>2</sup>SFP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 19, 2023

<sup>3</sup>TCCC was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on August 25, 2023

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับรับรอง)**

2S, AAI, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOBAL, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JR, JTS, KASET, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, MTA, MFC, MFEC, MILL, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NRF, NWR, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SM, SMIT, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASC, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ประกาศเจตนา)**

ACE, ADVICE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, B52, BLAND, BPS, BYD, CAZ, CHASE, CHG, CV, DEXON, DITTO, ECL, EKH, EVER, FLOYD, GREEN, HL, HUMAN, ICN, IHL, IP, ITC, JDF, JMART, K, KJL, LDC, LH, LIT, MITSIB, MJD, MOSHI, NER, NEX, PLE, PLUS, POLY, PQS, PRI, PRIME, PROEN, PROUD, PRTR, PTC, RT, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SCGD, SFT, SHR, SINGER, SINO, SIS, SJWD, SKE, SNNP, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TMI, TPAC, TPP, TQM, UREKA, VNG, WELL, WIN, WPH, XPG

**N/A**

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APEX, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AURA, BA, BBK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BKI, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTIC, DV8, EASON, EE, EFORL, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQU, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLT, PMC, PMTA, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PRO, PSC, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SBNEXT, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMK, SMT, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWK, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TR, THAI, THANA, THE, THG, THMU, TIGER, TITL, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UOBKH, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, W, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, YGG, YONG, ZAA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of June 30, 2024) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.