

## โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์

BH

บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์  
จำกัด (มหาชน)Bloomberg BH TB  
Reuters BH.BKinnovest<sup>x</sup>  
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## พรีวิว 1Q69: ไซซ์ชันที่อ่อนแรง

เราประเมินกำไรสุทธิ 1Q69 ของ BH ได้ที่ 1.8 พันลบ. เพิ่มขึ้น 2% YoY แต่ลดลง 7% QoQ โดยการลดลง QoQ สะท้อนถึงช่วงไซซ์ชันที่อ่อนแรง แม้ว่าโดยปกติแล้วไตรมาสแรกจะเป็นช่วงที่ผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง ซึ่งเป็นผลมาจากแนวโน้มรายได้ที่ชะลอตัวลงส่งผลให้เราปรับลดประมาณการลง ทั้งนี้ด้วยสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยตะวันออกกลางที่สูง BH จึงน่าจะได้รับประโยชน์หากสถานการณ์สงครามคลี่คลายลง ซึ่งจะสะท้อนผ่านการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของราคาหุ้นจากระดับต่ำสุด ทำให้ผลตอบแทนเทียบกับระดับก่อนเกิดสงครามกลับมาใกล้เคียงกับกลุ่มแล้ว อย่างไรก็ตาม เราคาดการณ์ถึงแนวโน้มกำไรที่ไม่สดใสในปี 2569 จากสงครามสหรัฐ-อิหร่านซึ่งจะเริ่มเห็นผลกระทบใน 2Q69 และในปี 2570 จากการเปิดโรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ต เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ BH โดยปรับราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DCF ใหม่เป็น 195 บาท (ลดลงจาก 216 บาท)

**พรีวิว 1Q69: ไซซ์ชันที่อ่อนแรง เนื่องจากกำไรสุทธิจะลดลง QoQ** เราประเมินกำไรสุทธิ 1Q69 ของ BH ได้ที่ 1.8 พันลบ. เพิ่มขึ้น 2% YoY แต่ลดลง 7% QoQ โดยการลดลง QoQ สะท้อนถึงช่วงไซซ์ชันที่อ่อนแรง เนื่องจากโดยปกติแล้วไตรมาสแรกจะเป็นช่วงที่ผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง ซึ่งเป็นผลมาจากแนวโน้มรายได้ที่ชะลอตัวลงจากผลกระทบของสงครามสหรัฐ-อิหร่าน ในขณะที่การเติบโตเล็กน้อย YoY เป็นผลมาจากฐานต่ำใน 1Q68 โดย BH จะประกาศผลประกอบการในวันที่ 23 เม.ย.

**รายได้ชะลอตัวใน 1Q69** เราประเมินรายได้ใน 1Q69 ของ BH ได้ที่ 6.2 พันลบ. เพิ่มขึ้น 1% YoY แต่ลดลง 5% QoQ ซึ่งต่ำกว่าเป้าที่บริษัทตั้งไว้ที่ 2-3% YoY แม้ BH ได้ปรับขึ้นราคาการรักษาพยาบาล 4% ในเดือนม.ค. แต่เราคาดว่าปริมาณผู้ป่วยที่ชะลอตัวลงจะส่งผลกระทบต่อรายได้ สำหรับบริการผู้ป่วยต่างชาติ (66% ของรายได้) เราคาดว่ารายได้จะเติบโต 4% YoY จากฐานต่ำ แต่ลดลง 6% QoQ เพราะได้รับแรงกดดันจากความต้องการใช้บริการที่ชะลอตัวลงของผู้ป่วยตะวันออกกลาง (25% ของรายได้) ในช่วงรอมฎอน และการกลับมาใช้บริการที่ล่าช้าอันเนื่องมาจากสงครามสหรัฐ-อิหร่าน สำหรับบริการผู้ป่วยไทย เราคาดว่ารายได้จะลดลง 4% YoY และ 2% QoQ อ่อนแอต่อเนื่องจาก 4Q68 ซึ่งเป็นผลมาจากความระมัดระวังในการใช้จ่าย เราคาดว่า EBITDA margin จะอยู่ที่ 37.7% เพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลงจาก 38.3% ใน 4Q68 สอดคล้องกับแนวโน้มรายได้

**กลยุทธ์ในระยะถัดไป** จำนวนนักท่องเที่ยวจากตะวันออกกลางที่เดินทางเข้าประเทศไทยลดลงแรง 33% YoY ในเดือนม.ค. และ 68% YoY ในช่วงวันที่ 1-12 เม.ย. BH รายงานว่ามีความสนใจจากผู้ป่วยตะวันออกกลางที่ต้องการเข้ารับการรักษาพยาบาลระยะยาว (มากกว่า 3-6 เดือน) โดยคาดว่าจะมีความชัดเจนหลังสงครามที่สงบลง ทั้งนี้ BH ตั้งเป้าที่จะเพิ่มสัดส่วนผู้ป่วยชาวไทยและกลุ่ม expat (12% ของรายได้) เพื่อชดเชยผู้ป่วยกลุ่ม fly-in ที่ลดลง ในส่วนของเวชภัณฑ์ (22% ของต้นทุนการดำเนินงาน) BH ยังคงมีสต็อกมากกว่า 6 เดือน โดยบริษัทจะทบทวนแผนธุรกิจอีกครั้งตามสถานการณ์สงคราม

**ปรับประมาณการกำไรลดลง** เราปรับประมาณการกำไรของ BH ลดลง 7% สำหรับปี 2569 และ 4% สำหรับปี 2570 หลักๆ เป็นผลมาจากการปรับประมาณการรายได้ลดลง เราคาดการณ์ว่ากำไรปกติของ BH จะลดลง 3% มาอยู่ที่ 7.3 พันลบ. ในปี 2569 สมมติฐานที่สำคัญ คือ รายได้ต่อผู้ป่วยในและผู้ป่วยนอกประกอบด้วย: การเติบโต 1% สำหรับบริการผู้ป่วยต่างชาติ (รายได้ในตลาดอื่นๆ และกลุ่ม expat ที่เติบโต 7% จะช่วยชดเชยรายได้จากผู้ป่วยตะวันออกกลางที่ลดลง 10% โดยคาดว่า 2Q69 จะยังคงอ่อนแอและจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H69 จากอุปสงค์ที่อื่นไว้) และทรงตัวสำหรับบริการผู้ป่วยไทย

**คงคำแนะนำ NEUTRAL** เราคาดการณ์ถึงแนวโน้มกำไรที่ไม่สดใสในปี 2569 จากสงครามสหรัฐ-อิหร่านซึ่งจะเริ่มส่งผลกระทบใน 2Q69 และในปี 2570 จากการเปิดโรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ต ซึ่งเลื่อนจาก 1H70 เป็น 2H70 โดยต้นทุนเริ่มแรกที่เกี่ยวข้องกับโครงการนี้ทำให้แนวโน้มกำไรในปี 2570 ดูน่าสนใจน้อยลง ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DCF อยู่ที่ 195 บาท (ลดลงจาก 216 บาท) โดยอิงกับ WACC ที่ 7.7% และอัตราการเติบโตระยะยาวที่ 2.5% (ลดลงจาก 3% เพื่อสะท้อนความระมัดระวังในการใช้จ่าย)

**ความเสี่ยง** การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจทำให้ลูกค้าชะลอการรักษาพยาบาลที่ไม่เร่งด่วนและความไม่สะดวกของผู้ป่วยต่างชาติในการเดินทางมารับการรักษาในประเทศไทย เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่ง BH ได้นำเอาระบบบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

## Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	25,634	25,134	25,231	27,524	30,235
EBITDA	(Btmn)	10,522	10,376	10,201	10,431	11,204
Core profit	(Btmn)	7,797	7,526	7,282	7,286	7,800
Reported profit	(Btmn)	7,775	7,512	7,282	7,286	7,800
Core EPS	(Bt)	9.81	9.47	9.16	9.17	9.81
DPS	(Bt)	5.00	11.00	4.86	4.86	5.20
P/E, core	(x)	18.0	18.7	19.3	19.3	18.0
EPS growth, core	(%)	12.7	(3.5)	(3.2)	0.1	7.0
P/BV, core	(x)	5.1	4.6	4.8	4.3	3.8
ROE	(%)	30.0	25.5	23.9	23.2	22.2
Dividend yield	(%)	2.8	6.2	2.7	2.7	2.9
EV/EBITDA	(x)	13.1	12.9	12.7	12.3	11.2

Source: InnovestX Research

## Tactical: NEUTRAL

(3-month)

## Stock data

Last close (Apr 16) (Bt)	177.00
Target price (Bt)	195.00
Mkt cap (Btbn)	140.71

12-m high / low (Bt)	214 / 130
Avg. daily 6m (US\$m)	26.68
Foreign limit / actual (%)	49 / 31
Free float (%)	72.0
Outstanding Short Position (%)	2.31

## Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	0.3	23.3	3.5
Relative to SET	(5.4)	5.6	(20.9)

## INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2026F	2027F
Consensus (Bt mn)	7,629	7,853
INVX vs Consensus (%)	(4.5)	(7.2)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 1Q26F core earnings	Up	Up

## 2025 Sustainability/2024 ESG Score

SET ESG Ratings	A
-----------------	---

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector		
ESG Score and Rank	5.83	1/28
Environmental Score and Rank	3.51	3/28
Social Score and Rank	7.70	1/28
Governance Score and Rank	4.67	3/28

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

## นักวิเคราะห์

## ระวีบุษ ปิยะเกียรติงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9008

raweenuch.p@innovestx.co.th

### จุดเด่น

BH ก่อตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2523 โดยประกอบธุรกิจโรงพยาบาลแห่งเดียวในกรุงเทพฯ คือ *โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล* ซึ่งเป็นโรงพยาบาลที่บุกเบิกการให้บริการดูแลสุขภาพที่ได้มาตรฐานระดับโลกและให้บริการดูแลสุขภาพแก่ชาวต่างชาติ โดยให้บริการผู้ป่วยกว่า 1.1 ล้านคนจากกว่า 190 ประเทศต่อปี บริการผู้ป่วยชาวต่างชาติคิดเป็น 66% ของรายได้ในปี 2568 ตามมาด้วยบริการผู้ป่วยชาวไทยที่ 34% BH มีความสามารถในการให้บริการ OPD 5,500 ราย/วัน และจำนวนเตียงจดทะเบียน 580 เตียง

### แนวโน้มธุรกิจ

เราคาดว่ากำไรปกติของ BH จะลดลง 3% มาอยู่ที่ 7.3 พันลบ. ในปี 2569 สมมติฐานที่สำคัญ คือ รายได้อยู่ในระดับทรงตัว ซึ่งประกอบด้วย: การเติบโต 1% สำหรับบริการผู้ป่วยต่างชาติ (รายได้ในตลาดอื่นๆ และกลุ่ม expat ที่เติบโต 7% จะช่วยชดเชยรายได้จากผู้ป่วยตะวันออกกลางที่ลดลง 10% โดยคาดว่า 2Q69 จะยังคงอ่อนแอและจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H69 จากอุปสงค์ที่อื่นไว้) และทรงตัวสำหรับบริการผู้ป่วยไทย เราคาดว่าแนวโน้มกำไรก่อนหักดอกเบี้ยในปี 2570 จากการเปิดโรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ต โรงพยาบาลแห่งนี้เป็นโรงพยาบาลที่สร้างขึ้นใหม่ ด้วยงบลงทุนรวม 4.3 พันลบ. ทั้งนี้แม้ว่าโรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ตจะหนุนให้กำไรเพิ่มขึ้นในระยะยาว แต่จะมีแรงกดดันในระยะสั้นจากภาระต้นทุนเริ่มแรก

Bullish views	Bearish views
1. อำนาจในการกำหนดราคาที่สูงขึ้นสะท้อนให้เห็นผ่านทาง EBITDA margin ระดับสูง	1. สัดส่วนรายได้ที่มีการกระจุกตัวสูงในกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติ โดยคิดเป็นสัดส่วนมากถึง 66% ของรายได้รวม
2. ฐานะการเงินแข็งแกร่ง	2. ภาระต้นทุนเริ่มแรกจากโรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ต

### ปัจจัยระดับที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2569	การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์	ลบ	เนื่องจากบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติคิดเป็น 66% ของรายได้ของ BH ดังนั้นเราจะจับตาดูการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจทำให้เกิดการชะลอการรักษารอคอยที่ไม่เร่งด่วนและความไม่สะดวกของผู้ป่วยต่างชาติที่จะเดินทางมารับการรักษาพยาบาลในประเทศไทย

### การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1ppt ในรายได้จากกิจการโรงพยาบาล	2%	4 บาท/หุ้น (2%)

## มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เราเห็นพัฒนาการเชิงบวกจากความพยายามพัฒนาความยั่งยืนของ BH ด้วยการกำหนดเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมในระยะยาว อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า บริษัทสามารถรายงานความก้าวหน้าเชิงบวกเพิ่มเติมได้ด้วยการจัดทำแผนปฏิบัติการทั้งในระยะสั้นและระยะยาวเพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้

### ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score	5.83 (2024)
Rank in Sector	1/28

	CG Rating	DJBIC	SETESG	SET ESG Ratings
BH	5	No	No	A

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

### ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- BH ได้เร่งดำเนินการตามเป้าหมายหลักด้านสภาพภูมิอากาศอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทมุ่งมั่นที่จะบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 (จากเดิมปี 2608) เพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายที่มีการปรับปรุงใหม่ของประเทศไทย
- BH ยังคงดำเนินกลยุทธ์ 4 เสาหลัก ได้แก่ 1) การพัฒนานวัตกรรมและบริการที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม 2) การสร้างความตระหนักรู้ด้านสิ่งแวดล้อมให้กับพนักงาน 3) การเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงานและทรัพยากร และ 4) การขยายสัดส่วนการใช้พลังงานทดแทน
- ในปี 2568 ความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อรายได้อยู่ที่ 1.42 tCO<sub>2</sub>e ต่อล้านบาท ซึ่งลดลง 4% เมื่อเทียบกับปีฐาน 2566 (ซึ่งอยู่ที่ 1.48)

### ประเด็นด้านสังคม (S)

- BH ยังคงได้รับการรับรองมาตรฐาน Joint Commission International (JCI) อย่างต่อเนื่องเป็นเวลา 21 ปีติดต่อกัน นอกจากนี้ บริษัทยังได้รับการรับรอง Global Healthcare Accreditation (GHA) ในระดับ "Excellence" ด้วยคะแนนเต็ม 100%
- จำนวนชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ยต่อพนักงานต่อปีปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเป็น 62.2 ชั่วโมงในปี 2568 (เพิ่มขึ้นจาก 58.85 ชั่วโมงในปี 2567) โดยพยาบาลมีชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ย 115 ชั่วโมงต่อคน ขณะที่พนักงานอื่น (ไม่รวมพยาบาล) มีชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ย 53.14 ชั่วโมง
- อัตราการรักษาฐานลูกค้าปรับตัวดีขึ้นเป็น 97.46% ในปี 2568 (เพิ่มขึ้นจาก 97.29% ในปี 2567)
- เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่ง BH ได้นำเอาระบบบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

### ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)

- BH มีการบังคับใช้นโยบายการจัดซื้อจัดจ้างที่รวมถึงการประเมินความเสี่ยงด้านห่วงโซ่อุปทาน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้มั่นใจว่ากระบวนการจัดซื้อจัดจ้างมีความโปร่งใสตามมาตรฐานสากลและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพของผลิตภัณฑ์และบริการ ลดความเสี่ยงในการจัดหาวัตถุดิบ และป้องกันความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม ทั้งนี้ คู่ค้ารายใหญ่ 100% ได้รับความจรรยาบรรณธุรกิจแล้ว
- ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2567 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 12 ท่าน โดยมีกรรมการอิสระ 6 ท่าน ซึ่งคิดเป็น 50% ของจำนวนกรรมการทั้งหมด
- ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ
- กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 30% ของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมด

### ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2023	2024
<b>ESG Financial Materiality Score</b>	<b>5.76</b>	<b>5.83</b>
<b>Environment Financial Materiality Score</b>	<b>3.69</b>	<b>3.51</b>
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	3.59	3.52
GHG Scope 2 Location-Based ('000 metric tonnes)	26.02	25.94
Total Energy Consumption ('000 MWh)	54.33	54.25
Hazardous Waste ('000 metric tonnes)	0.84	0.83
Waste Recycled ('000 metric tonnes)	0.19	0.16
Total Water Withdrawal ('000 cubic meters)	545.54	573.61
<b>Social Financial Materiality Score</b>	<b>7.50</b>	<b>7.70</b>
Human Rights Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Quality Assurance Policy	Yes	Yes
Employee Training (hours)	323,259	249,583
Lost Time Incident Rate (per 100 employees)	0.03	0.00
Women in Workforce (%)	80.26	80.34
Employee Turnover rate (%)	7.82	8.00
<b>Governance Financial Materiality Score</b>	<b>4.57</b>	<b>4.67</b>
Size of the Board (persons)	11	11
Number of Independent Directors (persons)	5	5
Number of Non Executive Directors (persons)	10	10
Number of Women on Board (persons)	3	3

Source: Bloomberg Finance L.P.

### Disclaimer

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยค่าอยู่ในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Total revenue	(Btmn)	12,404	20,646	25,296	25,634	25,134	25,231	27,524	30,235
Cost of goods sold	(Btmn)	7,731	11,099	12,895	12,503	12,151	12,544	14,666	16,480
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,673</b>	<b>9,546</b>	<b>12,401</b>	<b>13,131</b>	<b>12,984</b>	<b>12,687</b>	<b>12,859</b>	<b>13,755</b>
SG&A	(Btmn)	3,296	3,798	4,180	4,171	4,202	4,218	4,357	4,571
Other income	(Btmn)	221	308	392	508	541	598	630	650
Interest expense	(Btmn)	120	4	2	8	7	8	8	8
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,456</b>	<b>6,049</b>	<b>8,638</b>	<b>9,436</b>	<b>9,301</b>	<b>9,058</b>	<b>9,123</b>	<b>9,825</b>
Corporate tax	(Btmn)	216	1,072	1,583	1,604	1,737	1,721	1,779	1,965
Equity a/c profits	(Btmn)	(12)	(1)	(1)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
Minority interests	(Btmn)	(24)	(39)	(49)	(57)	(52)	(55)	(58)	(61)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,226</b>	<b>4,941</b>	<b>6,918</b>	<b>7,797</b>	<b>7,526</b>	<b>7,282</b>	<b>7,286</b>	<b>7,800</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(10)	(3)	88	(23)	(14)	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,216</b>	<b>4,938</b>	<b>7,006</b>	<b>7,775</b>	<b>7,512</b>	<b>7,282</b>	<b>7,286</b>	<b>7,800</b>
EBITDA	(Btmn)	2,720	7,170	9,710	10,522	10,376	10,201	10,431	11,204
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1.54</b>	<b>6.22</b>	<b>8.70</b>	<b>9.81</b>	<b>9.47</b>	<b>9.16</b>	<b>9.17</b>	<b>9.81</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.53	6.21	8.81	9.78	9.45	9.16	9.17	9.81
DPS (Bt)	(Bt)	3.20	3.50	4.50	5.00	11.00	4.86	4.86	5.20

### Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Total current assets	(Btmn)	8,062	11,419	15,685	16,732	18,781	16,318	18,653	21,611
Total fixed assets	(Btmn)	11,532	11,731	12,302	12,632	13,578	14,670	15,951	17,103
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>20,857</b>	<b>24,259</b>	<b>29,212</b>	<b>32,653</b>	<b>36,459</b>	<b>35,087</b>	<b>38,703</b>	<b>42,813</b>
Total loans	(Btmn)	320	320	320	320	320	320	320	320
Total current liabilities	(Btmn)	2,284	3,415	4,184	3,827	4,085	4,176	4,365	4,527
Total long-term liabilities	(Btmn)	640	640	640	640	640	640	640	640
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,239</b>	<b>4,253</b>	<b>5,114</b>	<b>4,852</b>	<b>5,288</b>	<b>5,378</b>	<b>5,567</b>	<b>5,729</b>
Paid-up capital	(Btmn)	796	796	796	796	796	796	796	796
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>17,618</b>	<b>20,005</b>	<b>24,098</b>	<b>27,801</b>	<b>31,171</b>	<b>29,709</b>	<b>33,136</b>	<b>37,083</b>
BVPS (Bt)	(Bt)	21.75	24.79	29.94	34.58	38.83	36.98	41.27	46.23

### Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Core Profit	(Btmn)	1,226	4,941	6,918	7,797	7,526	7,282	7,286	7,800
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,180	1,117	1,097	1,077	1,068	1,135	1,300	1,370
Operating cash flow	(Btmn)	3,556	6,213	7,094	8,671	8,253	8,641	8,334	8,831
Investing cash flow	(Btmn)	2,252	(3,223)	(2,429)	(4,985)	198	(2,226)	(2,580)	(2,522)
Financing cash flow	(Btmn)	(5,255)	(2,656)	(3,051)	(4,224)	(4,100)	(8,744)	(3,859)	(3,852)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>553</b>	<b>334</b>	<b>1,615</b>	<b>(538)</b>	<b>4,352</b>	<b>(2,329)</b>	<b>1,894</b>	<b>2,457</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31		2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Gross margin	(%)	37.7	46.2	49.0	51.2	51.7	50.3	46.7	45.5
Operating margin	(%)	11.1	27.8	32.5	35.0	34.9	33.6	30.9	30.4
EBITDA margin	(%)	21.0	33.5	37.0	39.4	39.4	38.3	35.8	35.1
EBIT margin	(%)	12.5	28.9	33.6	36.1	36.3	35.1	32.4	31.8
Net profit margin	(%)	9.8	23.9	27.7	30.3	29.9	28.9	26.5	25.8
ROE	(%)	6.7	26.3	31.4	30.0	25.5	23.9	23.2	22.2
ROA	(%)	5.4	21.9	25.9	25.2	21.8	20.4	19.7	19.1
Net D/E	(x)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Interest coverage	(x)	22.7	2,021.5	4,056.6	1,262.4	1,565.5	1,224.0	1,251.5	1,344.2
Debt service coverage	(x)	22.7	2,021.5	4,056.6	1,262.4	1,565.5	1,224.0	1,251.5	1,344.2
Payout Ratio	(%)	209.2	56.3	51.1	51.1	116.4	53.0	53.0	53.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Revenue breakdown by nationality</b>									
International	(%)	46	64	67	66	66	67	67	67
Thai	(%)	54	36	33	34	34	33	33	33

## Financial statement

FY December 31	Unit	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Total revenue	(Btmn)	6,516	6,282	6,384	6,452	6,120	6,005	6,492	6,517
Cost of goods sold	(Btmn)	3,146	3,008	3,089	3,259	3,040	2,864	4,117	3,187
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,370</b>	<b>3,274</b>	<b>3,294</b>	<b>3,193</b>	<b>3,080</b>	<b>3,141</b>	<b>2,375</b>	<b>3,331</b>
SG&A	(Btmn)	1,020	1,007	1,003	1,142	1,084	961	1,056	1,101
Other income	(Btmn)	111	127	136	133	151	148	140	151
Interest expense	(Btmn)	2	2	2	2	2	2	1	1
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,469</b>	<b>2,388</b>	<b>2,391</b>	<b>2,189</b>	<b>2,144</b>	<b>2,328</b>	<b>2,511</b>	<b>2,318</b>
Corporate tax	(Btmn)	469	432	424	279	400	449	464	424
Equity a/c profits	(Btmn)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Minority interests	(Btmn)	(15)	(24)	(12)	(7)	(10)	(22)	(12)	(8)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,975</b>	<b>1,937</b>	<b>1,990</b>	<b>1,896</b>	<b>1,736</b>	<b>1,855</b>	<b>2,038</b>	<b>1,898</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	10	(5)	(34)	7	(2)	3	(3)	(12)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,985</b>	<b>1,932</b>	<b>1,955</b>	<b>1,903</b>	<b>1,734</b>	<b>1,858</b>	<b>2,035</b>	<b>1,885</b>
EBITDA	(Btmn)	2,728	2,656	2,662	2,467	2,402	2,587	2,781	2,606
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2.48</b>	<b>2.44</b>	<b>2.50</b>	<b>2.39</b>	<b>2.18</b>	<b>2.33</b>	<b>2.56</b>	<b>2.39</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	2.50	2.43	2.46	2.39	2.18	2.34	2.56	2.37

### Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Total current assets	(Btmn)	17,463	15,490	14,420	16,732	18,261	16,986	16,740	18,781
Total fixed assets	(Btmn)	12,462	12,580	12,555	12,632	12,761	12,892	13,257	13,578
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>31,196</b>	<b>30,416</b>	<b>30,262</b>	<b>32,653</b>	<b>34,330</b>	<b>33,759</b>	<b>34,036</b>	<b>36,459</b>
Total loans	(Btmn)	320	320	320	320	320	320	320	320
Total current liabilities	(Btmn)	4,067	3,837	3,356	3,827	3,749	3,736	3,546	4,085
Total long-term liabilities	(Btmn)	640	640	640	640	640	640	640	640
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>5,064</b>	<b>4,859</b>	<b>4,408</b>	<b>4,852</b>	<b>4,792</b>	<b>4,801</b>	<b>4,638</b>	<b>5,288</b>
Paid-up capital	(Btmn)	796	796	796	796	796	796	796	796
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>26,132</b>	<b>25,556</b>	<b>25,855</b>	<b>27,801</b>	<b>29,537</b>	<b>28,958</b>	<b>29,398</b>	<b>31,171</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>32.48</b>	<b>31.77</b>	<b>32.13</b>	<b>34.58</b>	<b>36.75</b>	<b>36.04</b>	<b>36.59</b>	<b>38.83</b>

### Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Core Profit	(Btmn)	1,975	1,937	1,990	1,896	1,736	1,855	2,038	1,898
Depreciation and amortization	(Btmn)	267	267	269	267	256	259	269	284
Operating cash flow	(Btmn)	2,413	2,117	1,636	2,506	2,124	1,642	2,391	2,097
Investing cash flow	(Btmn)	(3,585)	1,745	(401)	(2,744)	(2,110)	(511)	1,404	1,415
Financing cash flow	(Btmn)	(21)	(2,514)	(1,669)	(19)	(24)	(2,408)	(1,640)	(27)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(1,193)</b>	<b>1,347</b>	<b>(434)</b>	<b>(257)</b>	<b>(11)</b>	<b>(1,276)</b>	<b>2,154</b>	<b>3,485</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Gross margin	(%)	51.7	52.1	51.6	49.5	50.3	52.3	52.9	51.1
Operating margin	(%)	36.1	36.1	35.9	31.8	32.6	36.3	36.6	34.2
EBITDA margin	(%)	40.3	40.5	40.3	36.1	37.0	40.8	40.9	38.3
EBIT margin	(%)	37.2	37.3	36.7	33.3	34.2	37.9	37.9	35.1
Net profit margin	(%)	30.5	30.8	30.6	29.5	28.3	30.9	31.3	28.9
ROE	(%)	33.1	33.2	32.6	29.9	24.9	26.3	27.2	26.7
ROA	(%)	27.5	27.8	27.5	25.1	21.2	22.4	23.3	22.8
Net D/E	(x)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Interest coverage	(x)	1,293.0	1,292.6	1,255.9	1,203.7	1,185.4	1,163.2	3,132.0	1,749.4
Debt service coverage	(x)	1,293.0	1,292.6	1,255.9	1,203.7	1,185.4	1,163.2	3,132.0	1,749.4

### Main Assumptions

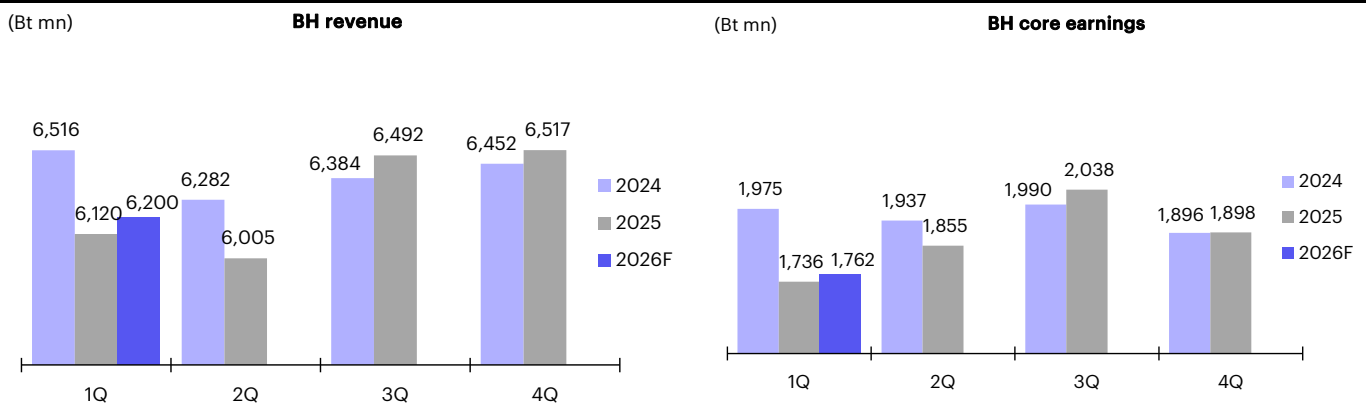
FY December 31	Unit	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
<b>Revenue breakdown by nationality</b>									
International	(%)	67	66	66	64	64	64	67	67
Thai	(%)	33	34	34	36	36	36	33	33

**Figure 1: BH's earnings preview**

(Bt mn)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	YoY%	QoQ%
Revenue	6,120	6,005	6,492	6,517	6,200	1.3	(4.9)
Gross profit	3,080	3,141	3,431	3,331	3,039	(1.4)	(8.8)
EBITDA	2,402	2,587	2,781	2,606	2,473	3.0	(5.1)
<b>Core profit</b>	<b>1,736</b>	<b>1,855</b>	<b>2,038</b>	<b>1,898</b>	<b>1,762</b>	<b>1.5</b>	<b>(7.1)</b>
<b>Net profit</b>	<b>1,734</b>	<b>1,858</b>	<b>2,035</b>	<b>1,885</b>	<b>1,762</b>	<b>1.6</b>	<b>(6.5)</b>
EPS (Bt/share)	2.18	2.34	2.56	2.37	2.22	1.6	(6.5)
<b>Financial Ratio</b>							
Gross Margin (%)	50.3	52.3	52.9	51.1	49.0	(1.3)	(2.1)
EBITDA margin (%)	37.0	40.8	40.9	38.3	37.7	0.6	(0.6)
Net Profit Margin (%)	28.3	30.9	31.3	28.9	28.4	0.1	(0.5)
<b>Revenue by nationality</b>							
International patients	3,936	3,867	4,337	4,370	4,100	4.2	(6.2)
Thai patients	2,183	2,138	2,156	2,148	2,100	(3.8)	(2.2)

Source: InnovestX Research

**Figure 2: BH revenue and earnings trend – low base in 1Q25**



Source: InnovestX Research

**Figure 3: BH's earnings revision**

	2026F			2027F*			2028F		
	Previous	Revised	Change	Previous	Revised	Change	Previous	Revised	Change
Revenue	26,243	25,231	-3.9%	30,135	27,524	-8.7%	32,347	30,235	-6.5%
Core earnings	7,831	7,282	-7.0%	7,595	7,286	-4.1%	8,496	7,800	-8.2%
EBITDA margin	39.4%	38.3%	-1.1%	34.0%	35.8%	1.8%	35.6%	35.1%	-0.4%

Source: InnovestX Research

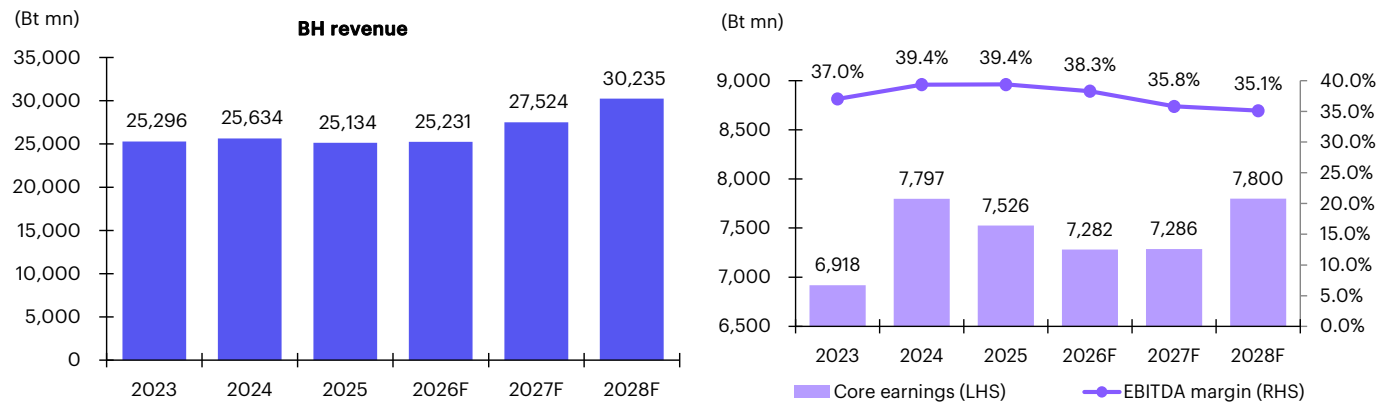
\* A postponement of opening a new hospital in Phuket from 1H27 to 2H27 results in a larger impact on revenue cuts but a positive impact on the EBITDA margin.

**Figure 4: BH revenue breakdown**

<b>BH</b>	
<b>Revenue from Thai patients</b>	<b>34%</b>
Self-pay	19%
Private health insurance	15%
Social security scheme	0%
Others	0%
<b>Revenue from int'l patients</b>	<b>66%</b>
Middle East	24%
CLMV	11%
Others	31%
Rank 1	Qatar 16%
Rank 2	Myanmar 8%
Rank 3	US 7%

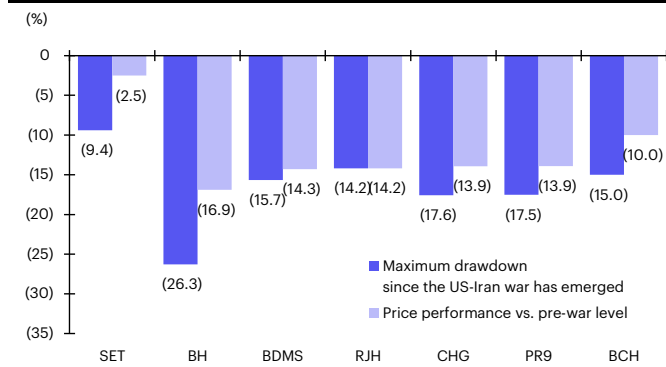
Source: BH and InnovestX Research

Figure 5: BH earnings forecast



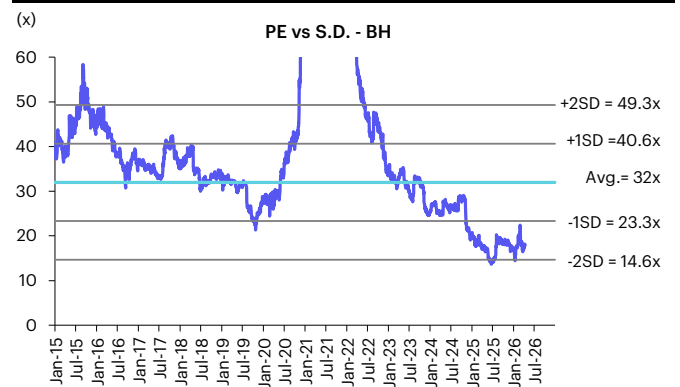
Source: InnovestX Research

Figure 6: Price performance



Source: SET and InnovestX Research

Figure 7: BH PE band



Source: SET and InnovestX Research

Figure 8: Valuation summary (price as of Apr 16, 2026)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F
BCH	Outperform	9.90	13.50	41.3	19.1	17.1	16.1	(13)	12	6	1.9	1.8	1.8	9	10	10	4.5	5.0	5.3	8.3	7.6	7.2
BDMS	Outperform	18.60	24.00	33.3	18.3	17.7	16.3	2	3	8	2.8	2.7	2.6	15	15	16	5.4	4.2	4.6	11.4	10.8	9.9
BH	Neutral	177.00	195.00	12.9	18.7	19.3	19.3	(3)	(3)	0	4.6	4.8	4.3	26	24	23	6.2	2.7	2.7	12.9	12.7	12.3
CHG	Outperform	1.42	2.00	46.0	16.8	15.4	14.9	(15)	9	4	2.0	1.9	1.9	11	12	12	4.9	5.2	5.4	8.1	7.7	7.4
RJH	Neutral	12.10	14.50	24.9	12.3	9.9	8.5	(47)	24	17	1.7	1.6	1.4	12	14	16	5.0	5.0	5.9	8.6	7.3	6.4
<b>Average</b>					<b>17.0</b>	<b>15.9</b>	<b>15.0</b>	<b>(15)</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>5.2</b>	<b>4.4</b>	<b>4.8</b>	<b>9.9</b>	<b>9.2</b>	<b>8.6</b>

Source: InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ 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 ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณลักษณะของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิใช่สองฝ่าย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2025 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAI, AAV, ACE, ADB, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, AOT, AP, ARIP, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AUCT, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BKIH, BLA, BLC, BOL, BPP, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CMC, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTI, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INSURE, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KJL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF\*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSF, SSP, SSSC, STA, STARM, STECON, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVOA, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAN, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TEKA, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TKS, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVH, TVO, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UP, UPF, UPOIC, UV, VGI, VIBHA, VIH, VNG, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, WP, WPH, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, A5, ABM, ACG, ADD, AE, AH\*, AIT, ALUCON, AMC, ANAN, APCO, APCS, ATP30, BA, BBIK, BC, BCP, BE8, BIG, BPS, BR, BSBM, BTC, BTW, BVG, BYD\*, CFARM, CH, CIG, CM, CMAN, CMO\*, COCOCO, COMAN\*, CPI, CRD, CSC, DEXON, DTCENT, EAST, EKH, ESTAR, EURO, EVER, FE, FVC, GEL, HUMAN, ICN, IFS, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KGI\*, KTIS, KTMS, KUN, LALIN, LANNA, LEO, LHK, LPN\*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP\*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC\*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, SAMCO, SANKO, SAPPE, SCI, SCN, SECURE, SFT, SINO, SKE, SMT, SPA, SPVI, SRS, SUPER, SVI\*, SWC, TAE, TFM, TIDLOR\*, TIPCO, TITLE, TK, TKN\*, TMC, TMI, TNP, TNR, TPA, TPCS, TPIPL\*, TPIPP, TPS, TQR, TRP, TRT, TURTLE, TVT, UBA, UREKA, VCOM, VRANDA, WARRIX, WAVE\*, WIN, XO, XPG, XYZ, ZIGA

**Companies with Good CG Scoring**

AHC, AIE, AMANAH, AMR, ANI, APURE, ARIN, ARROW, ASIA, ASN, AYUD, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLAND, CAZ, CEN, CHAO, CHARAN\*, CHAYO, CHIC, CHOTI, CI, CITY, CSP, CSS, CWT, DIMET\*, DOD, DPAINT, DV8, EA\*, EASON, ECF\*, EFORL, FNS, FTE, GBX, GPI, GTB, GYT, IMH, IRCP, ITNS, IVF, JCK, KBS, KISS, KK, KWC, KWM, L&E, LDC, LEE, MCA, MEB, MEDEZE, MENA, MILL\*, MITSIB, MK, MPJ, NAM, NATION, NCAP, NEX, NOVA, NPK, OGC, PACO, PANEL, PCE, PHG, PICO\*, PIN, PIS, PLANET, POLY, PRAKIT, PRAPAT, PROEN, PROS, PTECH, PYLON, RAM, RJH, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, SUPREME, SST, STANLY, STC, STPI, STX, SVR, SVT, TAKUNI, TATG, TFI, THG\*, TMAN, TOPP, TPLAS, TPOLY, TRC\*, TRU, TSE, TSR\*, UKEM, UOBKH, VARO, VL, WFX, WIJK, WORK, YUASA, ZAA

**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.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้ถูกลดผลสำรวจ 1 ช่องคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังด้วย ดังกล่าวประกอบด้วย

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง บัญชี-กรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้ริเริ่มรับรอง)**

2S, AAI, ACE, 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, BPS, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PCC, PPP, PPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, PRINC, PRM, PROS, PRTR, 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, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSI, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, 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, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ประกาศเจตนา)**

AMARIN, ANI, APCO, ASAP, ASEFA, AUCT, AURA, B52, BKIH, CHG, DITTO, EA, EAST, EMC, ESTAR, EVER, FLOYD, GABLE, GFC, GREEN, GULF, HL, HUMAN, IP, IT, J, JDF, JMT, KCC, KJL, LDC, LIT, M-CHAI, MEDEZE, MGC, MJD, MOSHI, NSL, NTSC, PCC, PCE, PLE, PROEN, PROUD, PTC, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SFT, SHR, SINGER, SINO, SKE, SKY, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TEAMG, TMC, TMI, TPP, TQM, UOBKH, UP, UREKA, VL, VNG, WARRIX, WELL, WIN, WP

**N/A**

88TH, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMARC, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATLAS, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, 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, DTCL, DV8, EASON, EFORL, EKH, EMPIRE, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IDG, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MMM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, OSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSOC, PSP, PTL, QDC, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJINA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, SLP, SMART, SMD100, SMO, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SUPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UNIX, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WASH, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, XBIO, XPG, XYZ, 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 May 2, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.