

# โรงพยาบาลจุฬารัตน์

บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์  
จำกัด (มหาชน)

CHG

Bloomberg CHG TB  
Reuters CHG.BK

innovest<sup>x</sup>  
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## ตั้งเป้ารายได้เติบโตในระดับเลขตัวเดียวในปี 2569

CHG ตั้งเป้ารายได้เติบโตในระดับเลขตัวเดียวในปี 2569 สอดคล้องกับประมาณการของเราที่คาดว่าจะเติบโต 4% ทั้งนี้ ใน 2Q69 CHG คาดว่ารายได้จะเติบโตเล็กน้อย YoY โดยได้รับแรงหนุนจากรายได้เฉลี่ยต่อผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มบริการทางการแพทย์และความต้องการรักษาโรคซับซ้อนที่ยังคงแข็งแกร่งแม้จำนวนผู้ป่วยจะมีแนวโน้มลดลง แนวโน้มการดำเนินงานดังกล่าวทำให้เรายังคงมุมมองว่ากำไรจะเติบโต YoY อย่างต่อเนื่องจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นและฐานต่ำในปีก่อน (แต่จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล) เราเลือก CHG เป็นหุ้นเด่นในกลุ่มการแพทย์ โดยคงคำแนะนำ **OUTPERFORM** ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 1.9 บาท

**CHG ตั้งเป้ารายได้เติบโตในระดับเลขตัวเดียวในปี 2569 สอดคล้องกับประมาณการของเราที่คาดว่าจะเติบโต 4%** ภาพรวมจากการประชุมนักวิเคราะห์เป็นกลาง โดยใน 2Q69 CHG คาดว่ารายได้จะเติบโตเล็กน้อย YoY (เทียบกับ 4% YoY ใน 1Q69) โดยได้รับแรงหนุนจากปัจจัยบวกและลบที่ชดเชยกัน ทั้งนี้กลุ่มผู้ป่วยทั่วไป (self-pay) เผชิญแรงกดดันจากกำลังซื้อที่ชะลอตัวลงตัว โดยเฉพาะผู้ป่วยไทยที่มีความระมัดระวังและตัดสินใจรักษาได้ยากขึ้นในกลุ่มโรคไม่รุนแรง แต่รายได้เฉลี่ยต่อผู้ป่วยน่าจะเติบโตอย่างต่อเนื่องจากการเพิ่มบริการทางการแพทย์ เช่น การคุมกำเนิด และวิตามิน รวมถึงความต้องการรักษาโรคซับซ้อนที่ยังคงเติบโต เช่น มะเร็ง และหัวใจ ด้านรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติซึ่งเติบโต 50% YoY ใน 1Q69 จากฐานต่ำ และคิดเป็น 4.5% ของรายได้รวม (ส่วนใหญ่เป็นผู้ป่วยชาวเมียนมา) ยังคงเติบโตได้ต่อเนื่อง แต่อัตราการเติบโตกลับสู่ระดับปกติมากขึ้น ทั้งนี้ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับการปิดโรงงานจากภาวะเศรษฐกิจ CHG มองว่าจำนวนผู้ประกันตนระบบประกันสังคม (SC) ในเครือข่ายโรงพยาบาลของบริษัท (ราว 5.74 แสนคน เพิ่ม 3% YoY ใน 1Q69) จะไม่ได้รับผลกระทบอย่างเป็นนัยสำคัญ เนื่องจากเป็นเครือข่ายที่มีศักยภาพสูง โดยโรงพยาบาลหลัก ได้แก่ *โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 3* และ *โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 9* มีผู้ประกันตนเต็มโควตาอยู่แล้ว นอกจากนี้ CHG ยังมุ่งเน้นการควบคุมต้นทุนในภาวะที่รายได้เติบโตในระดับต่ำด้วย การบริหารจัดการยาและเวชภัณฑ์ยังคงมีประสิทธิภาพและไม่มีปัญหาการขาดแคลน ทั้งนี้บริษัทมีแผนที่จะใช้สิทธิประโยชน์ทางภาษีจาก Bol จำนวน 12 au. ใน 2Q69

**การขยายโรงพยาบาลเป็นไปตามแผน** โครงการหลักทั้งสามโครงการยังคงดำเนินไปตามแผนงานที่วางไว้ โดยอาคารผู้ป่วยนอก (OPD) หลังใหม่ที่ *โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 11* ก่อสร้างเสร็จแล้วและอยู่ระหว่างทดสอบระบบก่อนที่จะเปิดให้บริการใน 2Q69 สำหรับ *โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 3* การก่อสร้างอาคาร 5 และอาคาร 6 รวมถึงอาคารจอดรถหลังใหม่มีความคืบหน้าตามแผน โดยคาดว่าจะเปิดให้บริการในช่วงต้นปี 2570 ขณะที่ *โรงพยาบาลจุฬารัตน์ ระยอง อินเทอร์เน็ตฮิลล์* ระยอง ซึ่งเป็นโรงพยาบาลแห่งใหม่ ขนาด 200 เตียง คาดว่าจะเปิดให้บริการได้ใน 2Q-3Q70 เนื่องจาก 2 โครงการแรกที่กำลังจะเปิดให้บริการเป็นส่วนต่อขยายจากโรงพยาบาลเดิมที่มีความต้องการใช้บริการสูงอยู่แล้ว ไม่ใช่การเปิดโรงพยาบาลใหม่ เราจึงเชื่อว่าจะไม่เป็นแรงกดดันต่อกำไรมากเหมือนที่มีเกิดขึ้นในช่วงเริ่มต้นดำเนินงานโรงพยาบาลใหม่

**คงประมาณการ คาดกำไรจะเติบโต YoY อย่างต่อเนื่องใน 2Q69** เราคงประมาณการว่ากำไรปกติจะเติบโต 2% มาอยู่ที่ 945 au. ในปี 2569 พื้นตัวจากที่หดตัวลง 15% ในปี 2568 โดยใน 2Q69 เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต YoY อย่างต่อเนื่องจากรายได้ที่ปรับตัวดีขึ้น สิทธิประโยชน์ทางภาษี และฐานที่ต่ำใน 2Q68 ซึ่งเป็นช่วงที่ CHG ได้รับผลกระทบจากการ write-off รายได้ประกันสังคมที่เกี่ยวข้องกับ 26 โรคเรื้อรัง (แต่กำไรจะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล) ทั้งนี้ CHG มีฐานกำไรต่ำใน 2Q68 และ 4Q68 จากการ write-off รายได้ประกันสังคมที่เกี่ยวข้องกับ 26 โรคเรื้อรัง เนื่องจากบริษัทบันทึกรายได้สูงกว่าที่ได้รับจริง การจ่ายเงินรายได้สำหรับ 26 โรคเรื้อรังจากสำนักงานประกันสังคมที่คาดว่าจะเกิดขึ้นใน 2Q-3Q69 อาจจะทำให้ตลาดเกิดความกังวลในระยะสั้นเกี่ยวกับโอกาสเกิดการปรับปรุงรายได้ดังกล่าว อย่างไรก็ตาม เรามองว่าความเสี่ยงดังกล่าวอยู่ในระดับที่จัดการได้ เนื่องจาก CHG ได้เปลี่ยนวิธีการรับรู้รายได้โดยยึดหลักความระมัดระวังมากขึ้น ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของรายได้และเพิ่มคุณภาพของกำไร ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DCF อยู่ที่ 1.9 บาท อิงกับ WACC ที่ 7.5% และอัตราการเติบโตระยะยาวที่ 2.5%

**ปัจจัยเสี่ยง** การปรับอัตราค่าบริการจ่ายสำหรับโครงการประกันสังคม จำนวนผู้ป่วยที่เข้ามาใช้บริการชะลอตัวลง และการต้นทุนที่โรงพยาบาลใหม่ ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่ง CHG ได้นำเอาระบบบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

### Forecasts and valuation

| Year to 31 Dec   | Unit   | 2024  | 2025   | 2026F | 2027F | 2028F |
|------------------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Revenue          | (Btmn) | 8,237 | 8,347  | 8,646 | 9,199 | 9,896 |
| EBITDA           | (Btmn) | 1,797 | 1,768  | 1,782 | 1,870 | 1,990 |
| Core profit      | (Btmn) | 1,092 | 929    | 945   | 997   | 1,070 |
| Reported profit  | (Btmn) | 965   | 929    | 945   | 997   | 1,070 |
| Core EPS         | (Bt)   | 0.10  | 0.08   | 0.09  | 0.09  | 0.10  |
| DPS              | (Bt)   | 0.07  | 0.07   | 0.07  | 0.07  | 0.08  |
| P/E, core        | (x)    | 13.7  | 16.1   | 15.8  | 15.0  | 14.0  |
| EPS growth, core | (%)    | 0.0   | (14.9) | 1.7   | 5.4   | 7.4   |
| P/BV, core       | (x)    | 1.9   | 1.9    | 1.9   | 1.8   | 1.8   |
| ROE              | (%)    | 13.6  | 11.3   | 11.3  | 11.6  | 12.1  |
| Dividend yield   | (%)    | 5.1   | 5.1    | 5.1   | 5.3   | 5.7   |
| EV/EBITDA        | (x)    | 7.7   | 7.7    | 7.8   | 7.4   | 6.9   |

Source: InnovestX Research

## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| Last close (May 21) (Bt)       | 1.36      |
| Target price (Bt)              | 1.90      |
| Mkt cap (Btbn)                 | 14.96     |
| 12-m high / low (Bt)           | 1.9 / 1.3 |
| Avg. daily 6m (US\$m)          | 0.77      |
| Foreign limit / actual (%)     | 49 / 12   |
| Free float (%)                 | 42.9      |
| Outstanding Short Position (%) | 0.91      |

### Share price performance

| (%)             | 1M    | 3M     | 12M    |
|-----------------|-------|--------|--------|
| Absolute        | (4.9) | (21.8) | (19.0) |
| Relative to SET | (7.9) | (24.5) | (37.7) |

### INXV core earnings vs consensus

| Earnings vs consensus | 2026F | 2027F |
|-----------------------|-------|-------|
| Consensus (Bt mn)     | 997   | 1,056 |
| INXV vs Consensus (%) | (5.2) | (5.6) |

| Earnings momentum        | YoY | QoQ  |
|--------------------------|-----|------|
| INXV 2Q26F core earnings | Up  | Down |

### 2025 Sustainability/2024 ESG Score

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

|                                            |           |
|--------------------------------------------|-----------|
| Bloomberg ESG Score and Rank in the sector |           |
| ESG Score and Rank                         | 4.51 3/29 |
| Environmental Score and Rank               | 4.19 2/29 |
| Social Score and Rank                      | 4.66 3/29 |
| Governance Score and Rank                  | 4.46 4/29 |

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

### นักวิเคราะห์

#### ระวิญษ ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9008

raweenuch.p@innovestx.co.th

### จุดเด่น

CHG ประกอบการกิจการโรงพยาบาล 10 แห่ง (938 เตียง) และคลินิกการแพทย์ 5 แห่ง ซึ่งตั้งอยู่ในเขตอุตสาหกรรมและแหล่งชุมชนที่มีศักยภาพเติบโตสูงของประเทศไทย และใกล้กับท่าอากาศยานนานาชาติสุวรรณภูมิ ได้แก่ จังหวัดสมุทรปราการ จังหวัดฉะเชิงเทรา จังหวัดระยอง จังหวัดสระแก้ว และจังหวัดตาก CHG ให้บริการทางการแพทย์ครอบคลุมตั้งแต่ระดับปฐมภูมิจนถึงระดับตติยภูมิสำหรับผู้ป่วยที่จ่ายค่ารักษาพยาบาลเอง รวมถึงผู้ป่วยในระบบประกันสังคม (SC) และระบบหลักประกันสุขภาพแห่งชาติ (UC)

### แนวโน้มธุรกิจ

เราคาดว่า CHG จะสามารถรายงานกำไรปกติเติบโตได้เล็กน้อยที่ 2% YoY มาอยู่ที่ 945 ลบ. พันตัวจากกำไรที่หดตัวลง 15% ในปี 2568 ใน 2Q68 และ 4Q68 CHG มีฐานที่ต่ำจากการ write-off รายได้บริการประกันสังคม (SC) ที่เกี่ยวข้องกัน 26 โรคเรื้อรัง เราเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายการรับรู้รายได้จะช่วยให้การบันทึกรายได้ของ CHG ตั้งแต่ปี 2569 เป็นต้นไปมีความผันผวนน้อยลง และทำให้คุณภาพของกำไรปรับตัวดีขึ้น ภายในปี 2572 CHG คาดว่าจะเพิ่มจำนวนเตียงได้มากกว่า 700 เตียง หรือเพิ่มขึ้น 75% โดยในจำนวนนี้ 72% จะมาจากการขยายจำนวนเตียงในโรงพยาบาลที่มีอยู่เดิม และ 28% จะมาจากโรงพยาบาลแห่งใหม่ *โรงพยาบาลจุฬารัตน์ ระยอง อินเตอร์เนชั่นแนล* ในปี 2570

| Bullish views                                       | Bearish views                                                   |
|-----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 1. การขยายจำนวนเตียงจะช่วยผลักดันการเติบโตในระยะยาว | 1. ความกังวลเกี่ยวกับความผันผวนของกำไรจากบริการประกันสังคม (SC) |
|                                                     | 2. ความกังวลเกี่ยวกับการขยายเตียงเชิงรุก                        |

### ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

| ปัจจัย              | อิเวนต์       | ผลกระทบ       | ความคิดเห็น                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|---------------------|---------------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| แนวโน้มกำไรระยะสั้น | กำไรปกติ 2Q69 | +YoY แต่ -QoQ | ใน 2Q69 เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต YoY อย่างต่อเนื่องจากรายได้ที่ปรับตัวดีขึ้น สัทธิประโยชน์ทางภาษี และฐานที่ต่ำใน 2Q68 ซึ่งเป็นช่วงที่ CHG ได้รับผลกระทบจากการ write-off รายได้ประกันสังคมที่เกี่ยวข้องกับ 26 โรคเรื้อรัง (แต่กำไรจะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล) ทั้งนี้ CHG มีฐานกำไรต่ำใน 2Q68 และ 4Q68 จากการ write-off รายได้ประกันสังคมที่เกี่ยวข้องกับ 26 โรคเรื้อรัง เนื่องจากบริษัทบันทึกรายได้สูงกว่าที่ได้รับจริง เรามองว่าความเสี่ยงดังกล่าวอยู่ในระดับที่จัดการได้ เนื่องจาก CHG ได้เปลี่ยนวิธีการรับรู้รายได้โดยยึดหลักความระมัดระวังมากขึ้น ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของรายได้และเพิ่มคุณภาพของกำไร |

### การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

| ปัจจัย                                            | ผลกระทบต่กำไร | ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย |
|---------------------------------------------------|---------------|------------------------|
| การเปลี่ยนแปลง 1ppt ในรายได้จากการกิจการโรงพยาบาล | 2%            | 0.02 บาท/หุ้น (1%)     |

## มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

CHG ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนอย่างชัดเจน โดยกำหนดเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่บริษัทมุ่งมั่นที่จะทำให้สำเร็จผ่านกระบวนการและขั้นตอนที่สำคัญ กำหนดกลยุทธ์และแนวปฏิบัติสำหรับผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม และทบทวนความเสี่ยงที่ครอบคลุมธุรกิจการแพทย์ทั้งในปัจจุบันและอนาคต

### ESG Ratings and Indices

| Bloomberg ESG Financial Materiality Score |  | 4.51 (2024) |  |     |   |    | CG Rating |   |  |  |  | DJBIC | SETESG | SET ESG Ratings |
|-------------------------------------------|--|-------------|--|-----|---|----|-----------|---|--|--|--|-------|--------|-----------------|
| Rank in Sector                            |  | 3/29        |  | CHG | 5 | No | Yes       | A |  |  |  |       |        |                 |

Source: Thai Institute of Directors and SET

#### ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- ในปี 2568 CHG ได้รับการทวนสอบข้อมูลการปล่อยก๊าซเรือนกระจกโดยหน่วยงานภายนอกเป็นปีที่ 3 ติดต่อกัน โดยขอบเขตการทวนสอบขยายตัวอย่างมีนัยสำคัญเพื่อให้ครอบคลุมโรงพยาบาล 9 แห่ง และสถานดูแลผู้สูงอายุ 1 แห่ง ซึ่งสะท้อนถึงความครอบคลุมของการจัดการด้านสภาพภูมิอากาศที่ดียิ่งขึ้น
- CHG ได้ติดตั้งและเริ่มดำเนินงานระบบโซลาร์เซลล์ (Solar PV) ในโรงพยาบาล 9 แห่งภายใต้เครือข่าย ซึ่งคิดเป็นประมาณ 90% ของการดำเนินงานโรงพยาบาลทั้งหมดของกลุ่ม โดยสถานประกอบการเหล่านี้มีส่วนการใช้พลังงานหมุนเวียนเฉลี่ยที่ 16% ของการใช้ไฟฟ้าทั้งหมด

#### ประเด็นด้านสังคม (S)

- CHG ยังคงมุ่งมั่นมาตรฐานคุณภาพระดับสากลและระดับประเทศ โดยโรงพยาบาลจุฬารัตน์ 3 อินเตอร์เนชั่นแนล ประสบความสำเร็จในการรักษาการรับรองมาตรฐาน Joint Commission International (JCI) (ได้รับการรับรองซ้ำในปี 2566) นอกจากนี้ โรงพยาบาลอื่นๆ อีกหลายแห่ง รวมถึงโรงพยาบาลจุฬารัตน์ 11 และโรงพยาบาลรวมแพทย์ ฉะเชิงเทรา ยังได้รับการรับรองมาตรฐาน HA Step 3 อีกด้วย
- CHG บรรลุเป้าหมายในการไม่เกิดอุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงาน (LTIFR = 0) และไม่มีกรณีเสียชีวิตจากการทำงานของทั้งพนักงานและผู้รับเหมาในปี 2568
- จำนวนชั่วโมงการฝึกอบรมพนักงานโดยเฉลี่ยในปี 2568 อยู่ที่ 41 ชั่วโมงต่อคนต่อปี แม้ว่าจะบรรลุข้อกำหนดขั้นต่ำ แต่ลดลงจาก 53 ชั่วโมงที่บันทึกไว้ในปี 2567
- เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่ง CHG ได้นำเอากระบวนการบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

#### ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)

- คณะกรรมการบริษัทได้กำหนด “นโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี” ขึ้นเพื่อให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของกลุ่มบริษัททุกคน ยึดถือเป็นแนวทางในการปฏิบัติงาน โดยได้แต่งตั้ง “คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ” เพื่อช่วยกำกับ ดูแลและกลั่นกรองงานที่เกี่ยวข้อง รวมถึงการติดตามผล ทบทวน และแก้ไขเพิ่มเติมนโยบายด้านกำกับดูแลกิจการที่มีอยู่ในทันสมัยเหมาะสมกับปัจจุบัน
- ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2568 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 12 ท่าน ประกอบด้วย กรรมการอิสระจำนวน 4 ท่าน (33.33% ของกรรมการทั้งหมด)
- ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ
- กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้น 36.84% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว

#### ESG Financial Materiality Score and Disclosure

|                                                 | 2024        | 2025  |
|-------------------------------------------------|-------------|-------|
| <b>ESG Financial Materiality Score</b>          | <b>4.51</b> | —     |
| <b>Environment Financial Materiality Score</b>  | <b>4.19</b> | —     |
| GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)                | 2.59        | —     |
| GHG Scope 2 Location-Based ('000 metric tonnes) | 3.87        | —     |
| Total Energy Consumption ('000 MWh)             | 7.74        | —     |
| Hazardous Waste ('000 metric tonnes)            | 0.57        | 0.55  |
| Waste Recycled ('000 metric tonnes)             | 0.12        | —     |
| Total Water Withdrawal ('000 cubic meters)      | 71.00       | 68.71 |
| <b>Social Financial Materiality Score</b>       | <b>4.66</b> | —     |
| Human Rights Policy                             | Yes         | Yes   |
| Consumer Data Protection Policy                 | Yes         | No    |
| Quality Assurance Policy                        | No          | —     |
| Employee Training (hours)                       | 317,576     | —     |
| Lost Time Incident Rate (per 100 employees)     | 3.47        | —     |
| Women in Workforce (%)                          | 84.00       | —     |
| Employee Turnover rate (%)                      | 5.00        | —     |
| <b>Governance Financial Materiality Score</b>   | <b>4.46</b> | —     |
| Size of the Board (persons)                     | 12          | 12    |
| Number of Independent Directors (persons)       | 4           | 4     |
| Number of Non Executive Directors (persons)     | 10          | 10    |
| Number of Women on Board (persons)              | 2           | 2     |

Source: Bloomberg Finance L.P.

#### Disclaimer

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยคำนวณในช่วง 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)        | 11,742       | 10,103       | 7,730        | 8,237        | 8,347        | 8,646        | 9,199        | 9,896        |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 5,882        | 5,908        | 5,631        | 6,068        | 5,974        | 6,220        | 6,681        | 7,239        |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>5,860</b> | <b>4,195</b> | <b>2,100</b> | <b>2,169</b> | <b>2,373</b> | <b>2,426</b> | <b>2,518</b> | <b>2,657</b> |
| SG&A                  | (Btmn)        | 821          | 935          | 1,003        | 1,127        | 1,192        | 1,233        | 1,270        | 1,327        |
| Other income          | (Btmn)        | 259          | 311          | 293          | 258          | 81           | 86           | 92           | 99           |
| Interest expense      | (Btmn)        | 21           | 16           | 24           | 35           | 28           | 32           | 32           | 32           |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>5,276</b> | <b>3,555</b> | <b>1,366</b> | <b>1,265</b> | <b>1,235</b> | <b>1,248</b> | <b>1,308</b> | <b>1,397</b> |
| Corporate tax         | (Btmn)        | 219          | 1,009        | 703          | 279          | 267          | 251          | 250          | 262          |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | 0            | (1)          | (19)         | (20)         | (13)         | (10)         | (5)          | 0            |
| Minority interests    | (Btmn)        | (63)         | (72)         | (21)         | (13)         | (41)         | (43)         | (45)         | (47)         |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>4,204</b> | <b>2,778</b> | <b>1,092</b> | <b>1,092</b> | <b>929</b>   | <b>945</b>   | <b>997</b>   | <b>1,070</b> |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | 0            | 0            | (46)         | (127)        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>4,204</b> | <b>2,778</b> | <b>1,046</b> | <b>965</b>   | <b>929</b>   | <b>945</b>   | <b>997</b>   | <b>1,070</b> |
| EBITDA                | (Btmn)        | 5,649        | 3,953        | 1,830        | 1,797        | 1,768        | 1,782        | 1,870        | 1,990        |
| <b>Core EPS (Bt)</b>  | <b>(Btmn)</b> | <b>0.38</b>  | <b>0.25</b>  | <b>0.10</b>  | <b>0.10</b>  | <b>0.08</b>  | <b>0.09</b>  | <b>0.09</b>  | <b>0.10</b>  |
| Net EPS (Bt)          | (Bt)          | 0.38         | 0.25         | 0.10         | 0.09         | 0.08         | 0.09         | 0.09         | 0.10         |
| DPS (Bt)              | (Bt)          | 0.20         | 0.16         | 0.07         | 0.07         | 0.07         | 0.07         | 0.07         | 0.08         |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit          | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026F         | 2027F         | 2028F         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 5,897         | 5,058         | 4,046         | 4,095         | 3,814         | 3,864         | 4,043         | 4,252         |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 4,286         | 4,674         | 5,701         | 5,772         | 5,920         | 6,054         | 6,197         | 6,359         |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>10,550</b> | <b>10,280</b> | <b>10,264</b> | <b>10,387</b> | <b>10,239</b> | <b>10,423</b> | <b>10,750</b> | <b>11,126</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 445           | 799           | 683           | 643           | 532           | 532           | 532           | 532           |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 2,208         | 1,802         | 1,485         | 1,468         | 1,228         | 1,223         | 1,296         | 1,385         |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 313           | 334           | 557           | 512           | 403           | 403           | 403           | 403           |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>2,709</b>  | <b>2,416</b>  | <b>2,333</b>  | <b>2,256</b>  | <b>1,979</b>  | <b>1,975</b>  | <b>2,048</b>  | <b>2,137</b>  |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 1,100         | 1,100         | 1,100         | 1,100         | 1,100         | 1,100         | 1,100         | 1,100         |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>7,841</b>  | <b>7,864</b>  | <b>7,931</b>  | <b>8,130</b>  | <b>8,260</b>  | <b>8,448</b>  | <b>8,702</b>  | <b>8,989</b>  |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>(Bt)</b>   | <b>0.69</b>   | <b>0.68</b>   | <b>0.68</b>   | <b>0.70</b>   | <b>0.71</b>   | <b>0.73</b>   | <b>0.75</b>   | <b>0.77</b>   |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit          | 2021         | 2022         | 2023         | 2024       | 2025      | 2026F        | 2027F     | 2028F     |
|-------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|------------|-----------|--------------|-----------|-----------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 4,204        | 2,778        | 1,092        | 1,092      | 929       | 945          | 997       | 1,070     |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 351          | 382          | 441          | 497        | 506       | 502          | 530       | 561       |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 4,005        | 2,629        | 2,087        | 1,713      | 1,669     | 1,176        | 1,464     | 1,563     |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (447)        | (958)        | (1,442)      | (550)      | (668)     | (605)        | (644)     | (693)     |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | (1,316)      | (2,460)      | (1,246)      | (871)      | (924)     | (757)        | (743)     | (783)     |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>2,242</b> | <b>(789)</b> | <b>(601)</b> | <b>292</b> | <b>76</b> | <b>(186)</b> | <b>78</b> | <b>87</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        |     | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Gross margin          | (%) | 49.9  | 41.5  | 27.2  | 26.3  | 28.4  | 28.1  | 27.4  | 26.9  |
| Operating margin      | (%) | 42.9  | 32.3  | 14.2  | 12.7  | 14.2  | 13.8  | 13.6  | 13.4  |
| EBITDA margin         | (%) | 47.1  | 38.0  | 22.8  | 21.2  | 21.0  | 20.4  | 20.1  | 19.9  |
| EBIT margin           | (%) | 45.1  | 35.3  | 18.0  | 15.8  | 15.1  | 14.8  | 14.6  | 14.4  |
| Net profit margin     | (%) | 35.8  | 27.5  | 13.5  | 11.7  | 11.1  | 10.9  | 10.8  | 10.8  |
| ROE                   | (%) | 69.9  | 35.4  | 13.8  | 13.6  | 11.3  | 11.3  | 11.6  | 12.1  |
| ROA                   | (%) | 50.2  | 26.7  | 10.6  | 10.6  | 9.0   | 9.2   | 9.4   | 9.8   |
| Net D/E               | (x) | (0.3) | (0.2) | (0.1) | (0.1) | (0.2) | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| Interest coverage     | (x) | 264.2 | 242.8 | 76.3  | 52.1  | 64.2  | 56.1  | 58.9  | 62.7  |
| Debt service coverage | (x) | 19.9  | 4.2   | 6.6   | 6.1   | 6.2   | 6.1   | 6.5   | 6.9   |
| Payout Ratio          | (%) | 52.3  | 63.3  | 73.6  | 79.8  | 82.9  | 80.0  | 80.0  | 80.0  |

### Main Assumptions

| FY December 31               | Unit | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>Revenue breakdown</b>     |      |      |      |      |      |      |       |       |       |
| Cash service                 | (%)  | 36.0 | 51.1 | 65.0 | 65.6 | 67.1 | 67.3  | 68.6  | 70.2  |
| Social security service (SC) | (%)  | 16.4 | 21.3 | 31.8 | 30.2 | 27.9 | 28.0  | 26.8  | 25.5  |
| Universal coverage (UC)      | (%)  | 47.6 | 27.7 | 3.2  | 4.2  | 5.0  | 4.7   | 4.6   | 4.4   |

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit          | 2Q24        | 3Q24        | 4Q24        | 1Q25        | 2Q25        | 3Q25        | 4Q25        | 1Q26        |
|-----------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 1,985       | 2,309       | 1,921       | 1,988       | 2,012       | 2,142       | 2,205       | 2,076       |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 1,559       | 1,593       | 1,441       | 1,438       | 1,464       | 1,507       | 1,564       | 1,483       |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>427</b>  | <b>716</b>  | <b>480</b>  | <b>549</b>  | <b>548</b>  | <b>636</b>  | <b>641</b>  | <b>593</b>  |
| SG&A                  | (Btmn)        | 240         | 243         | 361         | 277         | 281         | 285         | 349         | 298         |
| Other income          | (Btmn)        | 76          | 75          | 20          | 32          | 17          | 14          | 19          | 33          |
| Interest expense      | (Btmn)        | 9           | 9           | 8           | 8           | 7           | 7           | 6           | 5           |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>253</b>  | <b>539</b>  | <b>131</b>  | <b>296</b>  | <b>277</b>  | <b>358</b>  | <b>304</b>  | <b>322</b>  |
| Corporate tax         | (Btmn)        | 57          | 103         | 32          | 61          | 56          | 72          | 62          | 66          |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | (5)         | (2)         | (8)         | (2)         | (3)         | (3)         | (5)         | (4)         |
| Minority interests    | (Btmn)        | 0           | (16)        | 0           | (7)         | (10)        | (11)        | (13)        | (5)         |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>235</b>  | <b>417</b>  | <b>176</b>  | <b>225</b>  | <b>208</b>  | <b>272</b>  | <b>224</b>  | <b>248</b>  |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | (42)        | 0           | (85)        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>192</b>  | <b>417</b>  | <b>92</b>   | <b>225</b>  | <b>208</b>  | <b>272</b>  | <b>224</b>  | <b>248</b>  |
| EBITDA                | (Btmn)        | 386         | 674         | 266         | 427         | 409         | 493         | 440         | 454         |
| <b>Core EPS (Bt)</b>  | <b>(Btmn)</b> | <b>0.02</b> | <b>0.04</b> | <b>0.02</b> | <b>0.02</b> | <b>0.02</b> | <b>0.02</b> | <b>0.02</b> | <b>0.02</b> |
| Net EPS (Bt)          | (Bt)          | 0.02        | 0.04        | 0.01        | 0.02        | 0.02        | 0.02        | 0.02        | 0.02        |
| DPS (Bt)              | (Bt)          |             |             |             |             |             |             |             |             |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit          | 2Q24          | 3Q24          | 4Q24          | 1Q25          | 2Q25          | 3Q25          | 4Q25          | 1Q26          |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 4,008         | 4,244         | 4,095         | 4,270         | 3,845         | 3,961         | 3,814         | 4,048         |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 5,759         | 5,775         | 5,772         | 5,812         | 5,843         | 5,869         | 5,920         | 5,985         |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>10,270</b> | <b>10,519</b> | <b>10,387</b> | <b>10,634</b> | <b>10,225</b> | <b>10,363</b> | <b>10,239</b> | <b>10,608</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 714           | 649           | 643           | 626           | 593           | 568           | 532           | 529           |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 1,604         | 1,673         | 1,468         | 1,523         | 1,488         | 1,592         | 1,228         | 1,364         |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 583           | 521           | 512           | 485           | 448           | 419           | 403           | 392           |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>2,445</b>  | <b>2,481</b>  | <b>2,256</b>  | <b>2,271</b>  | <b>2,206</b>  | <b>2,280</b>  | <b>1,979</b>  | <b>2,096</b>  |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 1,100         | 1,100         | 1,100         | 1,100         | 1,100         | 1,100         | 1,100         | 1,100         |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>7,825</b>  | <b>8,039</b>  | <b>8,130</b>  | <b>8,363</b>  | <b>8,020</b>  | <b>8,083</b>  | <b>8,260</b>  | <b>8,512</b>  |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>(Bt)</b>   | <b>0.68</b>   | <b>0.69</b>   | <b>0.70</b>   | <b>0.72</b>   | <b>0.69</b>   | <b>0.70</b>   | <b>0.71</b>   | <b>0.73</b>   |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit          | 2Q24       | 3Q24         | 4Q24      | 1Q25       | 2Q25         | 3Q25       | 4Q25         | 1Q26      |
|-------------------------------|---------------|------------|--------------|-----------|------------|--------------|------------|--------------|-----------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 235        | 417          | 176       | 225        | 208          | 272        | 224          | 248       |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 124        | 126          | 126       | 123        | 125          | 128        | 130          | 126       |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 339        | 650          | 263       | 392        | 322          | 814        | 141          | 244       |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (117)      | (116)        | (158)     | (108)      | (166)        | (89)       | (305)        | (153)     |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | 598        | (1,418)      | (32)      | (36)       | (595)        | (254)      | (39)         | (29)      |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>820</b> | <b>(884)</b> | <b>72</b> | <b>248</b> | <b>(439)</b> | <b>471</b> | <b>(203)</b> | <b>61</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        |     | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  |
|-----------------------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Gross margin          | (%) | 21.5  | 31.0  | 25.0  | 27.6  | 27.2  | 29.7  | 29.1  | 28.6  |
| Operating margin      | (%) | 9.4   | 20.5  | 6.2   | 13.7  | 13.3  | 16.4  | 13.2  | 14.2  |
| EBITDA margin         | (%) | 18.7  | 28.3  | 13.7  | 21.1  | 20.2  | 22.9  | 19.8  | 21.5  |
| EBIT margin           | (%) | 13.2  | 23.7  | 7.3   | 15.3  | 14.1  | 17.0  | 14.1  | 15.8  |
| Net profit margin     | (%) | 9.7   | 18.1  | 4.8   | 11.3  | 10.3  | 12.7  | 10.2  | 11.9  |
| ROE                   | (%) | 13.0  | 15.6  | 13.6  | 10.9  | 10.9  | 11.7  | 11.3  | 11.7  |
| ROA                   | (%) | 9.8   | 11.8  | 10.6  | 8.5   | 8.5   | 9.0   | 9.0   | 9.3   |
| Net D/E               | (x) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.2) | (0.1) | (0.2) | (0.2) | (0.2) |
| Interest coverage     | (x) | 44.2  | 75.9  | 32.4  | 55.6  | 57.3  | 74.1  | 72.5  | 83.0  |
| Debt service coverage | (x) | 9.3   | 16.5  | 6.5   | 9.9   | 9.4   | 11.2  | 11.5  | 11.4  |

### Main Assumptions

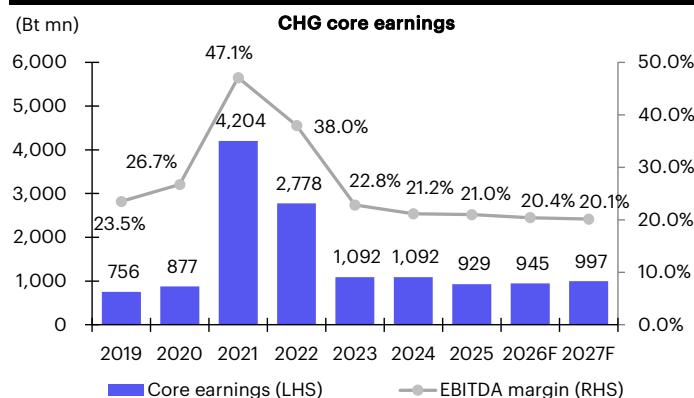
| FY December 31               | Unit | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Revenue breakdown</b>     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Cash service                 | (%)  | 66.6 | 62.1 | 69.4 | 65.0 | 67.4 | 69.0 | 66.9 | 63.8 |
| Social security service (SC) | (%)  | 29.4 | 33.5 | 26.4 | 30.4 | 27.5 | 27.1 | 26.8 | 30.3 |
| Universal coverage (UC)      | (%)  | 4.0  | 4.4  | 4.1  | 4.5  | 5.1  | 3.9  | 6.4  | 5.9  |

**Figure 1: Revenue per patient for OPD and IPD services is rising while patient volumes face headwinds**

| YoY growth                          | 1Q25       | 2Q25       | 3Q25        | 4Q25       | 1Q26       |
|-------------------------------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| Self-pay: OPD volume                | 1%         | 8%         | -1%         | 5%         | -3%        |
| Self-pay: OPD revenue per visit     | -1%        | -2%        | 14%         | 9%         | 10%        |
| <b>Self-pay: OPD revenue</b>        | <b>0%</b>  | <b>6%</b>  | <b>13%</b>  | <b>14%</b> | <b>7%</b>  |
| Self-pay: IPD volume                | 1%         | 5%         | -8%         | 8%         | -6%        |
| Self-pay: IPD revenue per admission | -4%        | -5%        | 4%          | 1%         | 5%         |
| <b>Self-pay: IPD revenue</b>        | <b>-3%</b> | <b>0%</b>  | <b>-5%</b>  | <b>8%</b>  | <b>-2%</b> |
| SC: Insured persons                 | 4%         | 4%         | 4%          | 5%         | 3%         |
| SC: Revenue per insured persons     | -7%        | -8%        | -28%        | 11%        | 1%         |
| <b>SC revenue</b>                   | <b>-3%</b> | <b>-5%</b> | <b>-25%</b> | <b>17%</b> | <b>4%</b>  |
| <b>Total revenue</b>                | <b>-2%</b> | <b>1%</b>  | <b>-7%</b>  | <b>15%</b> | <b>4%</b>  |

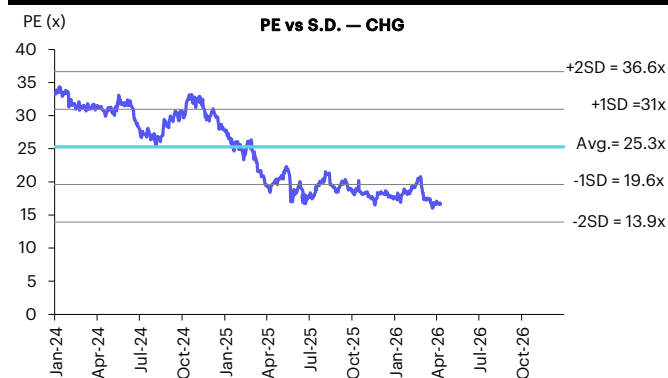
Source: InnovestX Research

**Figure 2: CHG core earnings forecast**



Source: InnovestX Research

**Figure 3: CHG PE band**



Source: SET and InnovestX Research

**Figure 4: Valuation summary (price as of May 21, 2026)**

|                | Rating     | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | 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 | 9.20             | 12.00             | 35.1       | 17.8        | 18.2        | 16.8        | (13)           | (2)      | 8        | 1.7        | 1.7        | 1.7        | 9         | 9         | 9         | 4.9            | 4.7        | 5.1        | 7.7           | 7.6        | 7.1        |
| BDMS           | Outperform | 18.20            | 24.00             | 36.2       | 17.9        | 17.3        | 16.0        | 2              | 3        | 8        | 2.7        | 2.6        | 2.5        | 15        | 15        | 16        | 5.5            | 4.3        | 4.7        | 11.1          | 10.5       | 9.7        |
| BH             | Neutral    | 173.50           | 195.00            | 15.2       | 18.3        | 18.9        | 18.9        | (3)            | (3)      | 0        | 4.5        | 4.7        | 4.2        | 26        | 24        | 23        | 6.3            | 2.8        | 2.8        | 12.6          | 12.4       | 12.0       |
| CHG            | Outperform | 1.36             | 1.90              | 44.8       | 16.1        | 15.8        | 15.0        | (15)           | 2        | 5        | 1.9        | 1.9        | 1.8        | 11        | 11        | 12        | 5.1            | 5.1        | 5.3        | 7.7           | 7.8        | 7.4        |
| RJH            | Neutral    | 13.00            | 14.40             | 16.9       | 13.2        | 9.8         | 9.9         | (47)           | 35       | (1)      | 1.8        | 1.6        | 1.5        | 12        | 16        | 14        | 4.6            | 6.1        | 6.1        | 9.1           | 7.9        | 6.7        |
| <b>Average</b> |            |                  |                   |            | <b>16.7</b> | <b>16.0</b> | <b>15.3</b> | <b>(15)</b>    | <b>7</b> | <b>4</b> | <b>2.5</b> | <b>2.5</b> | <b>2.4</b> | <b>15</b> | <b>15</b> | <b>15</b> | <b>5.3</b>     | <b>4.6</b> | <b>4.8</b> | <b>9.6</b>    | <b>9.2</b> | <b>8.6</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 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 ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ 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 บริษัทเพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าซื้อหลักทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจีย บกวิเคราะห ราคาคือความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาความหมายของข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว 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 ท่านควรพิจารณาถึงความเสียหายทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิใช่ข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดงหรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ 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, 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, SMP, 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, WIILK, 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.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้ถูกลดผลสำเร็จลง 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข้อ ข้อกล่าวประนีประนอม

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง มติคณะกรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

**Anti-corruption Progress Indicator  
Certified (ได้สมัครรับรอง)**

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, CHW, 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, 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, SMP, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, 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, WIILK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ประกาศเจตนารมณ์)**

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, AMAR, 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, BKG, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHCO, 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, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSGC, PSP, PTL, QDC, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, 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, THMU, 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.