

โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์

BH

บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์
จำกัด (มหาชน)Bloomberg
ReutersBH TB
BH.BKinnovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

จากฟื้นตัวสู่การเติบโตรอบใหม่

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อ BH มากขึ้น และเพิ่ม BH เข้ามาอยู่ในกลุ่มหุ้นเด่นและ high conviction ของเรา หลังจากปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น OUTPERFORM (จาก NEUTRAL) แม้ว่าการฟื้นตัวของผู้ป่วยจากตะวันออกกลางจะเป็นปัจจัยสนับสนุนการปรับเพิ่มประมาณการกำไรในระยะสั้น แต่เรามองว่าพัฒนาการที่สำคัญกว่าคือการขยายกำลังการให้บริการอย่างมีนัยสำคัญของบริษัท โดยโครงการใหม่มีกำหนดทยอยเปิดให้บริการตั้งแต่ 2H27 เป็นต้นไป ทำให้ BH มีปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตจากการเพิ่มความสามารถในการให้บริการเข้ามาเสริมการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน ซึ่งจะช่วยให้แนวโน้มการเติบโตของกำไรในระยะยาวมีความชัดเจนมากขึ้น และเปิดโอกาสให้มีการ re-rating ในอนาคต ทั้งนี้ราคาเป้าหมายกลางปี 2027 ของเราปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 245 บาท (จากราคาเป้าหมายสิ้นปี 2026 ที่ 195 บาท)

การฟื้นตัวของผู้ป่วยตะวันออกกลางมีความชัดเจนมากขึ้น ผู้บริหารคาดว่ารายได้ใน 3Q26 จะเติบโต 3% YoY สะท้อนการเติบโตอย่างต่อเนื่องจาก 2Q26 (+3.8% YoY) โดยคาดว่าผู้ป่วยต่างชาติ ซึ่งคิดเป็น 66% ของรายได้ใน 2Q26 จะยังเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของการเติบโต ทั้งนี้เรามองเห็นอวัชชีวะจากการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของผู้ป่วยตะวันออกกลาง โดยรายได้จากผู้ป่วยกลุ่มนี้เติบโต 7.1% YoY ใน 2Q26 แม้ว่าจำนวนผู้ป่วยจะลดลง เนื่องจากได้รับแรงหนุนจากความสามารถในการสร้างรายได้ต่อหัวที่สูงขึ้นจากเคสที่มีความซับซ้อนมากขึ้นและระยะเวลาการพักรักษาที่นานขึ้น ผู้บริหารระบุว่าความต้องการใช้บริการปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องหลังสิ้นสุดเดือนรอมฎอนและหลังจากสถานการณ์ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์คลี่คลายลง เราคาดว่ากำไรจะเกิดขึ้นต่อเนื่องใน 2H26 โดยได้รับแรงหนุนจากการเดินทางที่เพิ่มขึ้น สะท้อนจากจำนวนนักท่องเที่ยวจากตะวันออกกลางที่เดินทางเข้าไทยกลับมาเติบโตในเดือนก.ค. (+8.6% YoY) และช่วงต้นเดือนส.ค. (+19.1% YoY)

วัฏจักรการขยายกำลังการให้บริการครั้งใหญ่จะเริ่มขึ้นตั้งแต่ 2H27 การขยายกำลังการให้บริการครั้งใหญ่ครั้งล่าสุดของ BH คือการเปิดอาคาร A ในปี 2008 ซึ่งเพิ่มความสามารถในการรองรับผู้ป่วยนอก (OPD) ได้ 57% นับจากนั้นเป็นต้นมา การเติบโตได้รับแรงขับเคลื่อนหลักจากการปรับปรุงอาคาร การเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พื้นที่ และการเพิ่มรายได้ต่อผู้ป่วย มากกว่าการขยายพื้นที่ทางกายภาพ ส่งผลให้ความสามารถในการรองรับผู้ป่วยใน (IPD) เริ่มมีข้อจำกัดมากขึ้น เราเชื่อว่าความกังวลดังกล่าวจะผ่อนคลายลงอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ 2H27 เป็นต้นไป เนื่องจาก BH กำลังเข้าสู่วัฏจักรการขยายกำลังการให้บริการครั้งใหญ่เป็นครั้งแรกในรอบเกือบ 20 ปี จากการเปิดโรงพยาบาลใหม่ในจังหวัดภูเก็ตและโครงการขยายพื้นที่โรงพยาบาลในกรุงเทพฯ ซึ่งจะช่วยเพิ่มจำนวนเตียงได้สูงสุด 47% จาก 580 เตียง เป็น 851 เตียง ทำให้แนวโน้มการเติบโตในระยะยาวมีความชัดเจนมากขึ้น

ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น เราปรับประมาณการกำไรปกติของ BH เพิ่มขึ้น 7% ในปี 2026 และ 11% ในปี 2027 เพื่อสะท้อนโมเมนตัมการดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้นใน 2H26 โดยเฉพาะจากการฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติที่มีมารักษาสูง นอกจากนี้เรายังปรับประมาณการกำไรสำหรับปี 2028-30 เพิ่มขึ้น 5-12% เพื่อสะท้อนประโยชน์จากวัฏจักรการขยายกำลังการให้บริการที่กำลังจะเกิดขึ้น เราคาดว่ากำไรจะเติบโตเร่งตัวขึ้นใน 2H26 ก่อนที่จะชะลอลงใน 2H27-28 เนื่องจาก BH ต้องรับรู้ต้นทุนช่วงเริ่มต้นของโครงการใหม่ โดยเฉพาะโรงพยาบาลแห่งใหม่ในจังหวัดภูเก็ต อย่างไรก็ตาม เรามองว่านี่เป็นเพียงผลกระทบของการลงทุนชั่วคราว เมื่ออัตราการใช้บริการเพิ่มขึ้น เราคาดว่ากำไรจะกลับมาเติบโตเร่งตัวขึ้นอีกครั้งที่ 15% ในปี 2029 และ 9% ในปี 2030 โดยมีปัจจัยขับเคลื่อนหลักจากกำลังการให้บริการที่เพิ่มขึ้น

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น OUTPERFORM ปัจจุบันหุ้น BH ซื้อขายที่ PE ปี 2027F ระดับ 19 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 21 เท่า เราเชื่อว่าวัฏจักรการขยายกำลังการให้บริการที่กำลังจะเกิดขึ้นจะช่วยเพิ่มความชัดเจนของการเติบโตของกำไรในระยะยาว และเปิดโอกาสให้มีการ re-rating ในอนาคต แม้ว่าการอ่อนตัวของกำไรในช่วงเริ่มต้นของการเพิ่มอัตราการใช้บริการจะเป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ แต่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจระดับ 4-5% ของ BH ในช่วงปี 2027-28 น่าจะช่วยรองรับความเสี่ยง downside ในระหว่างที่นักลงทุนรอการรับรู้รายได้จากกำลังให้บริการใหม่

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

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	25,634	25,134	25,726	27,528	30,788
EBITDA	(Btmn)	10,522	10,376	10,868	11,431	11,656
Core profit	(Btmn)	7,797	7,526	7,822	8,090	8,160
Reported profit	(Btmn)	7,775	7,512	7,822	8,090	8,160
Core EPS	(Bt)	9.81	9.47	9.84	10.18	10.27
DPS	(Bt)	5.00	11.00	8.56	8.85	8.93
P/E, core	(x)	20.2	20.9	20.1	19.5	19.3
EPS growth, core	(%)	12.7	(3.5)	3.9	3.4	0.9
P/BV, core	(x)	5.7	5.1	5.6	5.3	5.1
ROE	(%)	28.0	24.1	27.3	27.0	26.3
Dividend yield	(%)	2.5	5.6	4.3	4.5	4.5
EV/EBITDA	(x)	14.7	14.5	13.6	12.9	12.7

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Tactical: OUTPERFORM
(3-month)

Stock data

Last close (Aug 20) (Bt)	198.00
Target price (Bt)	245.00
Mkt cap (Btbn)	157.40

12-m high / low (Bt)	214 / 136
Avg. daily 6m (US\$mnn)	29.21
Foreign limit / actual (%)	49 / 30
Free float (%)	73.0
Outstanding Short Position (%)	1.49

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	7.9	14.1	9.4
Relative to SET	10.3	8.3 (15.2)	

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2026F	2027F
Consensus (Bt mn)	7,637	7,861
INVX vs Consensus (%)	2.4	2.9

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 3Q26F 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	5.72	1/29
Environmental Score and Rank	3.11	4/29
Social Score and Rank	7.68	1/29
Governance Score and Rank	4.67	3/29

Source: SET, InnovestX Investment Strategy & Research, Bloomberg

นักวิเคราะห์

ระวีบุษ ปิยะเกรียงไกร, IAA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9008

raweenuch.p@innovestx.co.th

จุดเด่น

BH ก่อตั้งขึ้นในปี 1980 โดยประกอบธุรกิจโรงพยาบาลแห่งเดียวในกรุงเทพฯ คือ *โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล* ซึ่งเป็นโรงพยาบาลที่บุกเบิกการให้บริการดูแลสุขภาพที่ได้มาตรฐานระดับโลกและให้บริการดูแลสุขภาพแก่ชาวต่างชาติ โดยให้บริการผู้ป่วยกว่า 1.1 ล้านคนจากกว่า 190 ประเทศต่อปี บริการผู้ป่วยชาวต่างชาติคิดเป็น 66% ของรายได้ในปี 2025 ตามมาด้วยบริการผู้ป่วยชาวไทยที่ 34% BH มีความสามารถในการให้บริการ OPD 5,500 ราย/วัน และจำนวนเตียงจดทะเบียน 580 เตียง

แนวโน้มธุรกิจ

นอกเหนือจากการฟื้นตัวแล้ว BH กำลังก้าวเข้าสู่วัฏจักรการขยายกำลังการให้บริการครั้งใหญ่ ซึ่งจะช่วยเพิ่มความชัดเจนให้กับแนวโน้มการเติบโตของกำไรในระยะยาว เราคาดว่ากำไรจะเติบโตเร่งตัวขึ้นใน 2H26 โดยได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของผู้ป่วยจากตะวันออกกลาง การเติบโตอย่างต่อเนื่องในตลาดผู้ป่วยต่างชาติหลักๆ และความสามารถในการทำกำไรที่ยั่งยืนจากเคสที่สร้างรายได้สูงต่อราย แม้ว่าการเติบโตของกำไรมีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วง 2H27-28 เนื่องจาก BH เริ่มเปิดดำเนินงานโครงการใหม่และรับรู้ต้นทุนในช่วงเริ่มต้นของการเพิ่มกำลังการให้บริการ โดยเฉพาะโรงพยาบาลแห่งใหม่ในจังหวัดภูเก็ต แต่เรามองว่านี่เป็นเพียงช่วงของการลงทุนชั่วคราวมากกว่าจะเป็นปัจจัยกดดันกำไรในเชิงโครงสร้าง เมื่ออัตราการให้บริการค่อยๆ ปรับตัวสูงขึ้น และกำลังการให้บริการใหม่เริ่มสร้างรายได้ อย่างมีนัยสำคัญมากขึ้น เราคาดว่ากำไรจะกลับมาเติบโตเร่งตัวอีกครั้งที่ 15% ในปี 2029 และ 9% ในปี 2030 โดยได้รับแรงหนุนหลักจากการเพิ่มอัตราการให้บริการของโรงพยาบาลแห่งใหม่ในจังหวัดภูเก็ตและโครงการขยายกำลังการให้บริการอื่นๆ

Bullish views	Bearish views
1. อำนาจในการกำหนดราคาที่เหมาะสมสะท้อนให้เห็นผ่านทาง EBITDA margin ระดับสูง	1. สัดส่วนรายได้มีการกระจุกตัวสูงในกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติ โดยคิดเป็นสัดส่วนมากถึง 66% ของรายได้รวม
2. ฐานะการเงินแข็งแกร่ง	2. การต้นทุนเริ่มแรกจากโรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ต

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อีเว้นท์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
แนวโน้มระยะสั้น	กำไร 3Q26	+YoY และ +QoQ	เราคาดว่ากำไรปกติของ BH จะแข็งแกร่งขึ้นทั้ง YoY และ QoQ ใน 2H26 โดยได้รับแรงหนุนจากโมเมนตัมของรายได้ที่ปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะจากการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของผู้ป่วยจากตะวันออกกลางและการเติบโตในตลาดต่างประเทศอื่นๆ
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2026	การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์	ลบ	เนื่องจากบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติคิดเป็น 66% ของรายได้ของ BH ดังนั้นเราจะจับตาดูการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจทำให้เกิดการชะลอการรักษารักษาโรคที่ไม่เร่งด่วนและความไม่สะดวกของผู้ป่วยต่างชาติที่จะเดินทางมารับการรักษาพยาบาลในประเทศไทย

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1ppt ในรายได้จากกิจการโรงพยาบาล	2%	45 บาท/หุ้น (2%)

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เราเห็นพัฒนาการเชิงบวกจากความพยายามพัฒนาความยั่งยืนของ BH ด้วยการกำหนดเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมในระยะยาว อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า บริษัทสามารถรายงานความก้าวหน้าเชิงบวกเพิ่มเติมได้ด้วยการจัดทำแผนปฏิบัติการทั้งในระยะสั้นและระยะยาวเพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score	5.72 (2024)
Rank in Sector	1/29

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

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- BH ได้เร่งดำเนินการตามเป้าหมายหลักด้านสภาพภูมิอากาศอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทมุ่งมั่นที่จะบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 (จากเดิมปี 2065) เพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายที่มีการปรับปรุงใหม่ของประเทศไทย
- BH ยังคงดำเนินกลยุทธ์ 4 เสาหลัก ได้แก่ 1) การพัฒนานวัตกรรมและบริการที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม 2) การสร้างความตระหนักรู้ด้านสิ่งแวดล้อมให้กับพนักงาน 3) การเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงานและทรัพยากร และ 4) การขยายสัดส่วนการใช้พลังงานทดแทน
- ในปี 2025 ความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อรายได้อยู่ที่ 1.42 tCO₂e ต่อล้านบาท ซึ่งลดลง 4% เมื่อเทียบกับปีฐาน 2023 (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 2025 (เพิ่มขึ้นจาก 58.85 ชั่วโมงในปี 2024) โดยพยาบาลมีชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ย 115 ชั่วโมงต่อคน ขณะที่พนักงานอื่น (ไม่รวมพยาบาล) มีชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ย 53.14 ชั่วโมง
- อัตราการรักษาฐานลูกค้าปรับตัวขึ้นเป็น 97.46% ในปี 2025 (เพิ่มขึ้นจาก 97.29% ในปี 2024)
- เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่ง BH ได้นำเอากระบวนการบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)

- BH มีการบังคับใช้นโยบายการจัดซื้อจัดจ้างที่รวมถึงการประเมินความเสี่ยงด้านห่วงโซ่อุปทาน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้มั่นใจว่ากระบวนการจัดซื้อจัดจ้างมีความโปร่งใสตามมาตรฐานสากลและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพของผลิตภัณฑ์และบริการ ลดความเสี่ยงในการจัดหาวัตถุดิบ และป้องกันความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม ทั้งนี้ คู่ค้ารายใหญ่ 100% ได้รับการทราบดีถึงบรรณธรรมาภิบาลแล้ว
- ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2025 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 12 ท่าน โดยมีกรรมการอิสระ 6 ท่าน ซึ่งคิดเป็น 50% ของจำนวนกรรมการทั้งหมด
- ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ
- กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 30% ของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมด

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2024	2025
ESG Financial Materiality Score	5.72	—
Environment Financial Materiality Score	3.11	—
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	3.48	2.82
GHG Scope 2 Location-Based ('000 metric tonnes)	24.65	23.67
Total Energy Consumption ('000 MWh)	58.47	56.77
Hazardous Waste ('000 metric tonnes)	0.83	0.80
Waste Recycled ('000 metric tonnes)	0.16	0.16
Total Water Withdrawal ('000 cubic meters)	573.61	493.41
Social Financial Materiality Score	7.68	—
Human Rights Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Quality Assurance Policy	Yes	Yes
Employee Training (hours)	249,583	252,097
Lost Time Incident Rate (per 100 employees)	0.00	0.09
Women in Workforce (%)	80.35	80.16
Employee Turnover rate (%)	—	—
Governance Financial Materiality Score	4.67	—
Size of the Board (persons)	11	12
Number of Independent Directors (persons)	5	6
Number of Non Executive Directors (persons)	10	11
Number of Women on Board (persons)	3	4

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	25,726	27,528	30,788
Cost of goods sold	(Btmn)	7,731	11,099	12,895	12,503	12,151	12,584	13,893	16,800
Gross profit	(Btmn)	4,673	9,546	12,401	13,131	12,984	13,142	13,635	13,989
SG&A	(Btmn)	3,296	3,798	4,180	4,171	4,202	3,980	4,106	4,324
Other income	(Btmn)	221	308	392	508	541	572	601	620
Interest expense	(Btmn)	120	4	2	8	7	8	8	8
Pre-tax profit	(Btmn)	1,456	6,049	8,638	9,436	9,301	9,725	10,121	10,276
Corporate tax	(Btmn)	216	1,072	1,583	1,604	1,737	1,848	1,974	2,055
Equity a/c profits	(Btmn)	(12)	(1)	(1)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
Minority interests	(Btmn)	(24)	(39)	(49)	(57)	(52)	(55)	(58)	(61)
Core profit	(Btmn)	1,226	4,941	6,918	7,797	7,526	7,822	8,090	8,160
Extra-ordinary items	(Btmn)	(10)	(3)	88	(23)	(14)	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	1,216	4,938	7,006	7,775	7,512	7,822	8,090	8,160
EBITDA	(Btmn)	2,720	7,170	9,710	10,522	10,376	10,868	11,431	11,656
Core EPS (Bt)	(Btmn)	1.54	6.22	8.70	9.81	9.47	9.84	10.18	10.27
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.53	6.21	8.81	9.78	9.45	9.84	10.18	10.27
DPS (Bt)	(Bt)	3.20	3.50	4.50	5.00	11.00	8.56	8.85	8.93

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	15,222	15,344	15,540
Total fixed assets	(Btmn)	11,532	11,731	12,302	12,632	13,578	14,720	15,999	17,194
Total assets	(Btmn)	20,857	24,259	29,212	32,653	36,459	34,041	35,442	36,833
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	4,179	4,296	4,556
Total long-term liabilities	(Btmn)	640	640	640	640	640	640	640	640
Total liabilities	(Btmn)	3,239	4,253	5,114	4,852	5,288	5,382	5,498	5,758
Paid-up capital	(Btmn)	796	796	796	796	796	796	796	796
Total equity	(Btmn)	17,618	20,005	24,098	27,801	31,171	28,659	29,944	31,075
BVPS (Bt)	(Bt)	21.75	24.79	29.94	34.58	38.83	35.66	37.26	38.67

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	7,822	8,090	8,160
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,180	1,117	1,097	1,077	1,068	1,135	1,301	1,371
Operating cash flow	(Btmn)	3,556	6,213	7,094	8,671	8,253	9,102	9,172	9,167
Investing cash flow	(Btmn)	2,252	(3,223)	(2,429)	(4,985)	198	(2,276)	(2,581)	(2,566)
Financing cash flow	(Btmn)	(5,255)	(2,656)	(3,051)	(4,224)	(4,100)	(10,334)	(6,805)	(7,028)
Net cash flow	(Btmn)	553	334	1,615	(538)	4,352	(3,508)	(214)	(428)

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	51.1	49.5	45.4
Operating margin	(%)	11.1	27.8	32.5	35.0	34.9	35.6	34.6	31.4
EBITDA margin	(%)	21.0	33.5	37.0	39.4	39.4	40.2	39.6	36.1
EBIT margin	(%)	12.5	28.9	33.6	36.1	36.3	37.0	36.0	32.7
Net profit margin	(%)	9.8	23.9	27.7	30.3	29.9	30.4	29.4	26.5
ROE	(%)	7.0	24.7	28.7	28.0	24.1	27.3	27.0	26.3
ROA	(%)	5.4	21.9	25.9	25.2	20.6	23.0	22.8	22.2
Net D/E	(x)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
Interest coverage	(x)	22.7	2,021.5	4,056.6	1,262.4	1,565.5	1,303.9	1,371.5	1,398.4
Debt service coverage	(x)	22.7	2,021.5	4,056.6	1,262.4	1,565.5	1,303.9	1,371.5	1,398.4
Payout Ratio	(%)	209.2	56.3	51.1	51.1	116.4	87.0	87.0	87.0

Main Assumptions

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

Financial statement

FY December 31	Unit	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Total revenue	(Btmn)	6,384	6,452	6,120	6,005	6,492	6,517	6,204	6,231
Cost of goods sold	(Btmn)	3,089	3,259	3,040	2,864	4,117	3,187	3,022	2,988
Gross profit	(Btmn)	3,294	3,193	3,080	3,141	2,375	3,331	3,182	3,243
SG&A	(Btmn)	1,003	1,142	1,084	961	1,056	1,101	1,060	982
Other income	(Btmn)	136	133	151	148	140	102	107	89
Interest expense	(Btmn)	2	2	2	2	1	1	1	1
Pre-tax profit	(Btmn)	2,391	2,189	2,144	2,328	2,511	2,318	2,233	2,352
Corporate tax	(Btmn)	424	279	400	449	464	424	433	442
Equity a/c profits	(Btmn)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Minority interests	(Btmn)	(12)	(7)	(10)	(22)	(12)	(8)	(10)	(21)
Core profit	(Btmn)	1,990	1,896	1,736	1,855	2,038	1,898	1,785	1,886
Extra-ordinary items	(Btmn)	(34)	7	(2)	3	(3)	(12)	5	3
Net Profit	(Btmn)	1,955	1,903	1,734	1,858	2,035	1,885	1,790	1,889
EBITDA	(Btmn)	2,662	2,467	2,402	2,587	2,781	2,606	2,512	2,642
Core EPS (Bt)	(Btmn)	2.50	2.39	2.18	2.33	2.56	2.39	2.25	2.37
Net EPS (Bt)	(Bt)	2.46	2.39	2.18	2.34	2.56	2.37	2.25	2.38

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Total current assets	(Btmn)	14,420	16,732	18,261	16,986	16,740	18,781	20,110	14,281
Total fixed assets	(Btmn)	12,555	12,632	12,761	12,892	13,257	13,578	14,452	14,440
Total assets	(Btmn)	30,262	32,653	34,330	33,759	34,036	36,459	38,710	33,160
Total loans	(Btmn)	320	320	320	320	320	320	320	320
Total current liabilities	(Btmn)	3,356	3,827	3,749	3,736	3,546	4,085	4,485	4,245
Total long-term liabilities	(Btmn)	640	640	640	640	640	640	640	640
Total liabilities	(Btmn)	4,408	4,852	4,792	4,801	4,638	5,288	5,736	5,447
Paid-up capital	(Btmn)	796	796	796	796	796	796	796	796
Total equity	(Btmn)	25,855	27,801	29,537	28,958	29,398	31,171	32,974	27,713
BVPS (Bt)	(Bt)	32.13	34.58	36.75	36.04	36.59	38.83	41.08	34.44

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Core Profit	(Btmn)	1,990	1,896	1,736	1,855	2,038	1,898	1,785	1,886
Depreciation and amortization	(Btmn)	269	267	256	259	269	284	282	291
Operating cash flow	(Btmn)	1,636	2,506	2,124	1,642	2,391	2,097	1,567	982
Investing cash flow	(Btmn)	(401)	(2,744)	(2,110)	(511)	1,404	1,415	(5,226)	6,189
Financing cash flow	(Btmn)	(1,669)	(19)	(24)	(2,408)	(1,640)	(27)	(23)	(7,188)
Net cash flow	(Btmn)	(434)	(257)	(11)	(1,276)	2,154	3,485	(3,682)	(18)

Key Financial Ratios

FY December 31		3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Gross margin	(%)	51.6	49.5	50.3	52.3	52.9	51.1	51.3	52.0
Operating margin	(%)	35.9	31.8	32.6	36.3	36.6	34.2	34.2	36.3
EBITDA margin	(%)	40.3	36.1	37.0	40.8	40.9	38.8	39.0	41.1
EBIT margin	(%)	36.7	33.3	34.2	37.9	37.9	35.1	35.4	37.2
Net profit margin	(%)	30.6	29.5	28.3	30.9	31.3	28.9	28.9	30.3
ROE	(%)	32.6	29.9	24.9	26.3	27.2	26.7	22.8	25.9
ROA	(%)	27.5	25.1	21.2	22.4	23.3	22.8	19.6	21.9
Net D/E	(x)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.2)
Interest coverage	(x)	1,255.9	1,203.7	1,185.4	1,163.2	3,132.0	1,749.4	1,772.9	1,965.7
Debt service coverage	(x)	1,255.9	1,203.7	1,185.4	1,163.2	3,132.0	1,749.4	1,772.9	1,965.7

Main Assumptions

FY December 31	Unit	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Revenue breakdown by nationality									
International	(%)	66	64	64	64	67	67	66	66
Thai	(%)	34	36	36	36	33	33	34	34

เป้าหมายได้ 3Q26 ปังซีถึงการเติบโตอย่างต่อเนื่อง; การฟื้นตัวของผู้ป่วยตะวันออกกลางมี ความชัดเจนมากขึ้น

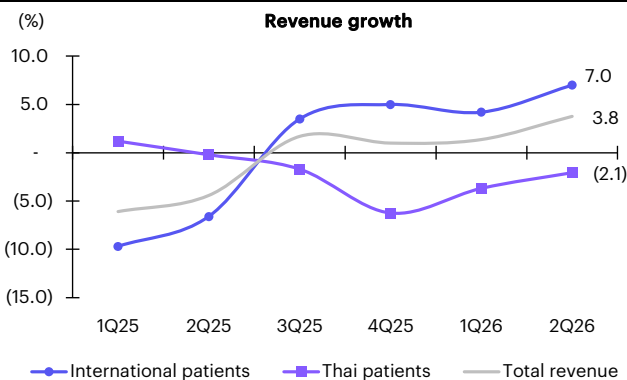
ผู้บริหารคาดการณ์การเติบโตของรายได้ 3Q26 ที่ 3% YoY ซึ่งปังซีถึงการเติบโตอย่างต่อเนื่องจาก 2Q26 (+3.8% YoY) โดยคาดว่าปัจจัยขับเคลื่อนหลักยังคงเป็นกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติ ซึ่งคิดเป็น 66% ของรายได้ และเติบโต 7% YoY ใน 2Q26 ขณะที่กลุ่มผู้ป่วยไทยซึ่งคิดเป็น 34% ของรายได้ ยังคงเผชิญกับความต้องการใช้บริการที่ชะลอตัว โดยรายได้ลดลง 2.1% YoY ใน 2Q26

เรามองว่าเป้าหมายที่ผู้บริหารคาดไว้นั้นมีอภัพได้จากจากการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของผู้ป่วยตะวันออกกลาง รายได้จากตะวันออกกลางซึ่งคิดเป็น 23% ของรายได้รวมใน 2Q26 เติบโต 7.1% YoY แม้ว่าจำนวนผู้ป่วยจะลดลง แต่รายได้ต่อหัวยังอยู่ในระดับสูงจากสัดส่วนผู้ป่วยเคสซับซ้อนเพิ่มขึ้นและระยะเวลาการพักรักษาที่นานขึ้น ผู้บริหารระบุว่าความต้องการใช้บริการปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องหลังสิ้นสุดเดือนรอมฎอนและหลังจากสถานการณ์ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์คลี่คลายลง เราคาดว่ารายได้จากตะวันออกกลางจะฟื้นตัวต่อเนื่องใน 2H26 ตามการกลับสู่ภาวะปกติของการเดินทางและการฟื้นตัวของจำนวนผู้ป่วย ข้อมูลการท่องเที่ยวล่าสุดของไทยสนับสนุนมุมมองดังกล่าว โดยจำนวนนักท่องเที่ยวจากตะวันออกกลางกลับมาเติบโตเป็นบวกที่ 8.6% YoY ในเดือนก.ค. และเร่งตัวขึ้นเป็น 19.1% YoY ในช่วงต้นเดือนส.ค. หลังจากลดลงต่อเนื่องตั้งแต่เดือนก.พ. แนวโน้มการท่องเที่ยวที่ดีขึ้นนี้น่าจะทยอยสะท้อนเป็นจำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นของ BH ในไตรมาสถัดๆ ไป

ตลาดต่างประเทศหลักอื่นๆ ยังคงสนับสนุนการเติบโตเช่นกัน รายได้จากเมียนมายังคงเติบโตแข็งแกร่ง (+27.8% YoY ใน 2Q26) ขณะที่รายได้จากตลาดสหรัฐฯ ซึ่งได้รับแรงขับเคลื่อนหลักจากกลุ่มชาวต่างชาติที่พำนักอยู่ในประเทศไทย (expatriates) เพิ่มขึ้น 19.2% YoY ในขณะเดียวกัน รายได้จากบังกลาเทศลดลง 4% YoY ใน 2Q26 จากปัญหาความล่าช้าในการออกวีซ่าและความไม่แน่นอนทางการเมืองภายในประเทศ อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารระบุว่าปัญหาเหล่านี้ส่วนใหญ่ได้รับการแก้ไขแล้ว และจำนวนผู้ป่วยเริ่มฟื้นตัวแล้วใน 3Q26

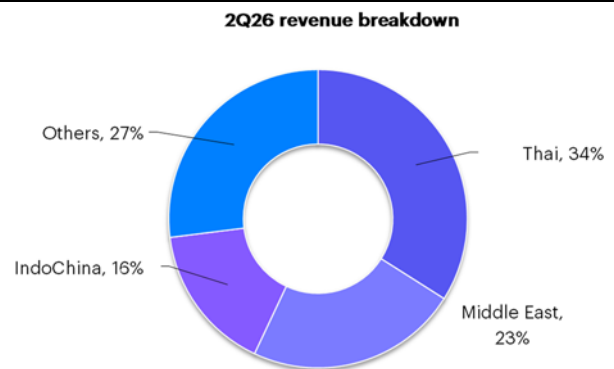
สำหรับผู้ป่วยไทย ผู้บริหารเชื่อว่าภาพรวมเศรษฐกิจมหภาคที่อ่อนแอส่งผลให้ผู้ป่วยบางส่วนชะลอการเข้ารับการรักษาพยาบาลแบบไม่เร่งด่วนและการผ่าตัดที่ไม่ฉุกเฉิน ในขณะเดียวกัน พฤติกรรมของผู้ป่วยมีการเปลี่ยนจากการจ่ายเงินเอง (self-pay) ไปใช้ประกันสุขภาพภาคเอกชนมากขึ้น สะท้อนผ่านทางรายได้จากผู้ป่วยประกันสุขภาพภายในประเทศของ BH เติบโต 8.4% YoY ใน 2Q26 ซึ่งช่วยชดเชยความต้องการใช้บริการจากกลุ่มผู้ป่วยจ่ายเงินเอง (self-pay) ที่ชะลอตัวลงได้บางส่วน ทั้งนี้เพื่อสนับสนุนความต้องการใช้บริการจากผู้ป่วยไทย BH เน้นใช้แคมเปญการตลาดเฉพาะกลุ่มและโปรโมชั่นต่างๆ อย่างต่อเนื่อง โดยแคมเปญตรวจสุขภาพล่าสุดได้รับการตอบรับที่ดี ช่วยกระตุ้นความต้องการรักษาต่อเนื่องและเพิ่มอัตราการใช้บริการ แม้ว่ากลุ่มผู้ป่วยไทยจะยังไม่ใช้ปัจจัยหลักในการขับเคลื่อนการเติบโตในระยะสั้นของ BH แต่เราเชื่อว่าการเติบโตของรายได้จากผู้ป่วยประกันสุขภาพและการดำเนินกิจกรรมการตลาดเชิงรุกจะช่วยจำกัดความเสี่ยง downside ต่อผลประกอบการได้ในระดับหนึ่ง

Figure 1: แรงขับเคลื่อนหลักของรายได้มาจากกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติ



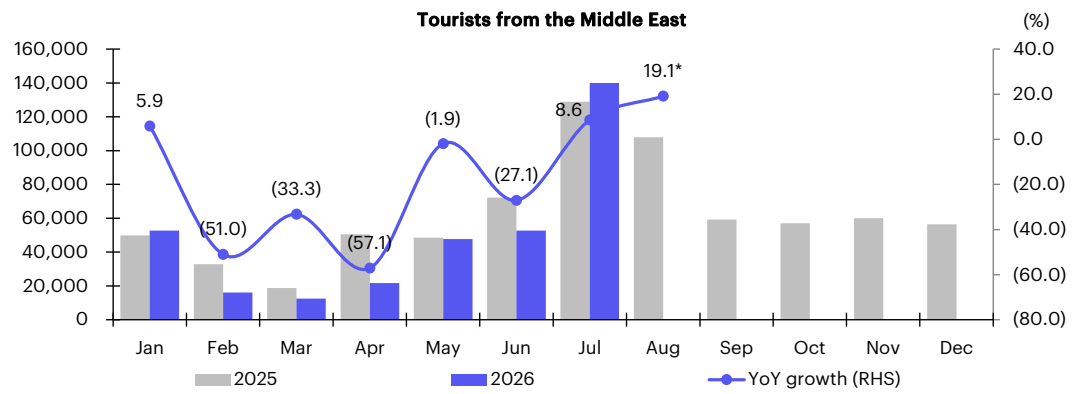
Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 2: ผู้ป่วยตะวันออกกลางเป็นฐานรายได้สำคัญ



Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 3: จำนวนนักท่องเที่ยวจากตะวันออกกลางกลับมาเติบโตเป็นบวก YoY ในเดือนก.ค. หลังจากลดลงต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือนก.พ.



Source: Ministry of Tourism and Sport and InnovestX Investment Strategy & Research
*During August 1-15

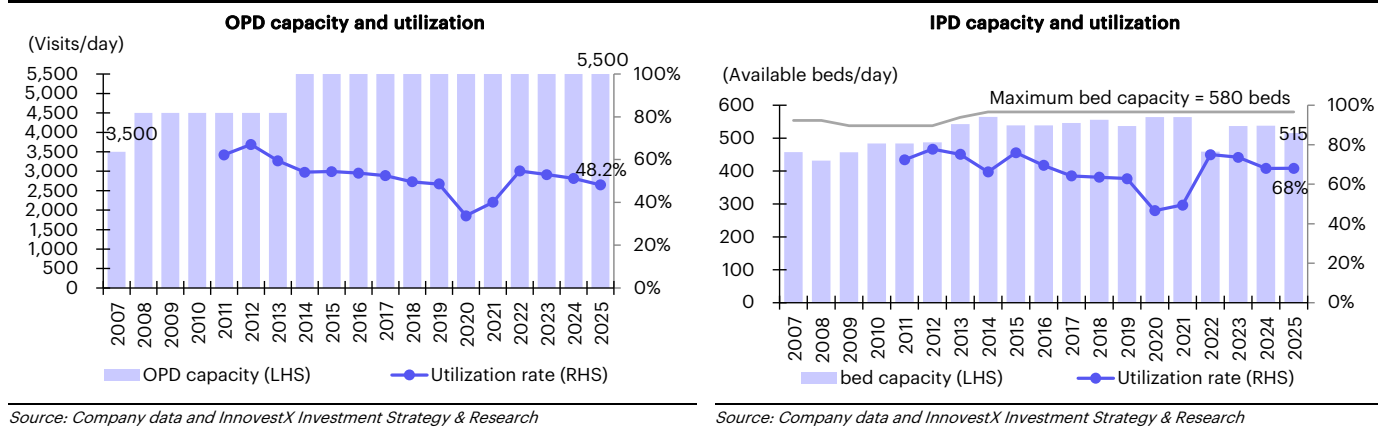
นอกเหนือจากการฟื้นตัวแล้ว BH กำลังก้าวเข้าสู่วัฏจักรการขยายกำลังการให้บริการครั้งใหญ่ ซึ่งจะช่วยเพิ่มความชัดเจนให้กับแนวโน้มการเติบโตของกำไรในระยะยาว

การขยายกำลังการให้บริการครั้งใหญ่ครั้งล่าสุดเกิดขึ้นเมื่อเกือบ 20 ปีก่อน ในฐานะผู้ประกอบการโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียว การขยายกำลังการให้บริการครั้งใหญ่ล่าสุดของ BH เกิดขึ้นในปี 2008 จากการเปิดอาคาร A ซึ่งเป็นอาคารผู้ป่วยนอกและอาคารจอดรถสูง 22 ชั้น โครงการดังกล่าวช่วยเพิ่มศักยภาพการรองรับผู้ป่วยนอก (OPD) จาก 3,500 ราย/วัน ในปี 2007 เป็น 5,500 ราย/วัน หรือเพิ่มขึ้น 57% อย่างไรก็ตาม การขยายกำลังการรองรับผู้ป่วยใน (IPD) เป็นเรื่องที่ท้าทายมากกว่า เนื่องจากข้อจำกัดด้านพื้นที่ภายในโรงพยาบาลเดิม ส่งผลให้กลยุทธ์การเติบโตของ BH ตลอดเกือบสองทศวรรษที่ผ่านมา มุ่งเน้นไปที่การเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานผ่านการบริหารจัดการพื้นที่ การปรับปรุงอาคาร และการเพิ่มรายได้ต่อผู้ป่วย มากกว่าการขยายพื้นที่ทางกายภาพครั้งใหญ่

หลังการเปิดอาคาร A BH ได้ย้ายบริการผู้ป่วยนอกบางส่วนที่เดิมตั้งอยู่ในอาคาร B (อาคารหลักของโรงพยาบาล) ไปยังอาคารใหม่ ส่งผลให้บริษัทสามารถเพิ่มจำนวนเตียงผู้ป่วยในได้ในช่วงปี 2009-10 นอกจากนี้ BH ได้ปรับปรุงห้องพักรักษาผู้ป่วยในทั้งหมดในช่วงปี 2021-22 เพื่อยกระดับคุณภาพการให้บริการและเพิ่มรายได้ต่อผู้ป่วย ส่งผลให้จำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการเพิ่มขึ้นจาก 458 เตียงในปี 2007 เป็น 515 เตียงในปี 2025 หรือเพิ่มขึ้น 12% นอกจากนี้ การเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พื้นที่ยังครอบคลุมถึงอาคารสนับสนุนต่าง ๆ เช่น การปรับปรุงและเปิดใช้อาคาร C อีกครั้งในปี 2017 เพื่อรองรับคลินิกเฉพาะทาง หน่วยงานสนับสนุน และพื้นที่จอดรถ รวมถึงอาคาร D (VitalLife) ในปี 2024 ซึ่งเป็นศูนย์เฉพาะทางด้านเวชศาสตร์ชะลอวัย โดยเน้นการดูแลสุขภาพเชิงป้องกัน

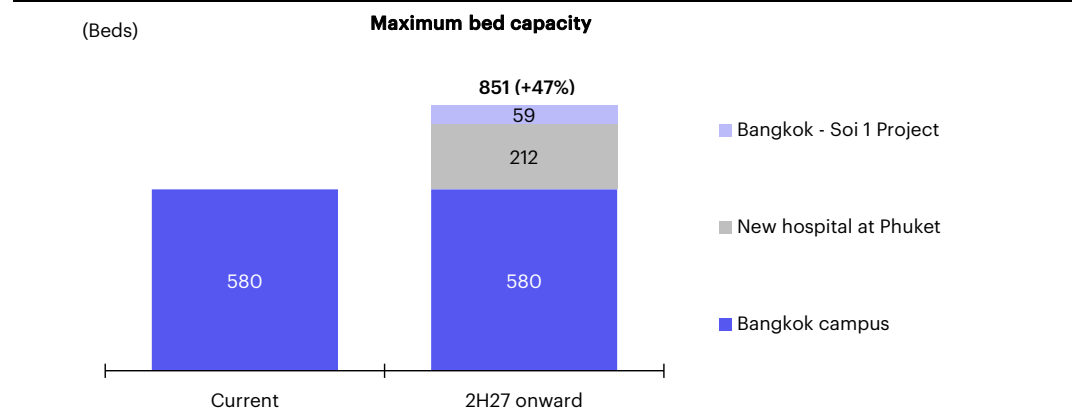
แม้ว่าความสามารถในการรองรับผู้ป่วย OPD ยังคงอยู่ในระดับเพียงพอ โดยมีอัตราการใช้กำลังการให้บริการ 48% ในปี 2025 แต่ในมุมมองของเรา ความสามารถในการรองรับผู้ป่วย IPD เริ่มมีข้อจำกัดมากขึ้น จำนวนเตียงที่พร้อมให้บริการอยู่ที่ 515 เตียงในปี 2025 ซึ่งเหลือโอกาสในการเพิ่มจำนวนเตียงอีกเพียง 11% เมื่อเทียบกับศักยภาพสูงสุดของโรงพยาบาลที่ 580 เตียง ขณะที่อัตราการครองเตียงยังอยู่ในระดับแข็งแกร่งที่ 68% แม้ BH จะยังสามารถผลักดันการเติบโตของกำไรผ่านการรักษาเคสที่มีความซับซ้อนมากขึ้น การเพิ่มสัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติ และการเพิ่มรายได้ต่อผู้ป่วยได้อย่างต่อเนื่อง แต่เรามองว่าข้อจำกัดด้านกำลังการรองรับผู้ป่วย IPD เป็นประเด็นกังวลต่อการเติบโตในระยะยาวของบริษัท

Figure 4: แม้ความสามารถในการรองรับผู้ป่วยนอก (OPD) ยังคงอยู่ในระดับเพียงพอ แต่ความสามารถในการรองรับผู้ป่วยใน (IPD) เริ่มมีข้อจำกัดมากขึ้น



จำนวนเตียงจะเพิ่มขึ้น 47% ตั้งแต่ 2H27 เป็นต้นไป เราเชื่อว่าความกังวลเกี่ยวกับข้อจำกัดด้านกำลังการรองรับผู้ป่วยนั้นจะผ่อนคลายลงอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ 2H27 เป็นต้นไป เนื่องจาก BH กำลังก้าวเข้าสู่วัฏจักรการขยายกำลังการให้บริการครั้งใหญ่เป็นครั้งแรกในรอบเกือบ 20 ปี โดยการเปิดโรงพยาบาลแห่งใหม่ในจังหวัดภูเก็ตควบคู่กับโครงการขยายพื้นที่บริเวณโดยรอบโรงพยาบาลในกรุงเทพฯ จะช่วยเพิ่มจำนวนเตียงสูงสุดที่สามารถรองรับได้ถึง 47% จาก 580 เตียง เป็น 851 เตียง เมื่อทุกโครงการแล้วเสร็จและเปิดดำเนินการเต็มรูปแบบ

Figure 5: จำนวนเตียงจะเพิ่มขึ้น 47% ตั้งแต่ 2H27 เป็นต้นไป



โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล ภูเก็ต (3Q27): +212 เตียง (+37%) และเป็นการขยายกิจการครั้งใหญ่ครั้งแรกนอกกรุงเทพฯ

โครงการที่มีความสำคัญสูงสุดคือ โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล ภูเก็ต ซึ่งถือเป็นการขยายกิจการครั้งใหญ่ครั้งแรกของ BH นอกเหนือจากโมเดลโรงพยาบาลเดียวในกรุงเทพฯ โรงพยาบาลสร้างใหม่แห่งนี้มีกำลังให้บริการรวม 212 เตียง และคาดว่าจะเริ่มเปิดดำเนินการอย่างไม่เป็นทางการใน 3Q27 ด้วยจำนวน 50 เตียง ในระยะแรก ก่อนจะทยอยเพิ่มขึ้นสู่ระดับประมาณ 120 เตียงในระยะถัดไป โดยโรงพยาบาลแห่งนี้จะให้บริการด้าน Wellness ใจกว้าง คัลยกรรมกระดูกและกระดูกสันหลัง รวมถึงบริการสูติศาสตร์ ผู้บริหารมีแผนที่จะดำเนินงานโรงพยาบาลแห่งนี้ภายใต้โมเดล Hub-and-Spoke ซึ่งช่วยให้สามารถส่งต่อเคสที่มีความซับซ้อนไปยังโรงพยาบาลหลักในกรุงเทพฯ ได้ พร้อมทั้งขยายโอกาสในการเข้าถึงแบรนด์และความเชี่ยวชาญทางการแพทย์ของ BH ไปยังภาคใต้ของประเทศไทย นอกเหนือจากการสร้างฐานการเติบโตแห่งใหม่แล้ว เรามองว่าโครงการนี้มีส่วนสำคัญในการลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียวในกรุงเทพฯ ซึ่งเป็นลักษณะของธุรกิจ BH ในอดีต

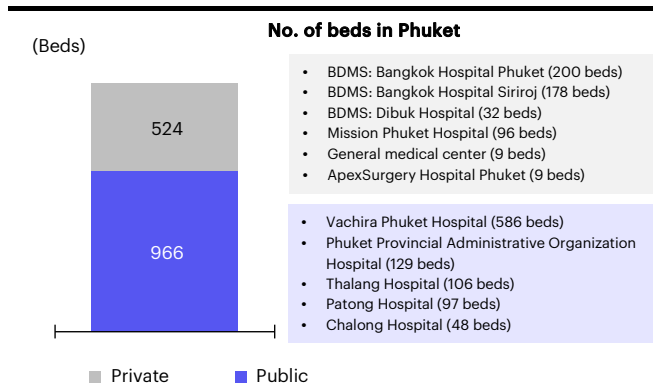
การตรวจสอบตลาดบริการทางการแพทย์ในภูเก็ต ภูเก็ตยังคงเป็นหนึ่งในศูนย์กลางเศรษฐกิจและการท่องเที่ยวที่สำคัญที่สุดของประเทศไทย จากข้อมูลของกระทรวงสาธารณสุข ปัจจุบันจังหวัดภูเก็ตมีเตียงผู้ป่วยในโรงพยาบาลรวมประมาณ 1,490 เตียง โดย 65% อยู่ในโรงพยาบาลรัฐ และอีก 35% อยู่ในโรงพยาบาลเอกชน การแข่งขันมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหลังจาก BH เข้าสู่ตลาดภูเก็ต โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาจากการที่ BDMS มีฐานธุรกิจที่แข็งแกร่งอยู่แล้วในจังหวัดนี้ อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าสภาพการแข่งขันยังอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้ เนื่องจากอุปสงค์และอุปทานยังอยู่ในภาวะที่เอื้ออำนวย และความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในภูเก็ตยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง การวิเคราะห์ของเราพบว่า ภูเก็ตมีจำนวนเตียงประมาณ 3.4 เตียงต่อประชากรตามทะเบียนบ้าน 1,000 คน แต่หากปรับด้วยจำนวนประชากรที่พำนักรจริงและนักท่องเที่ยว จะเหลือเพียง 2.4 เตียงต่อประชากร 1,000 คน ซึ่งยังต่ำกว่ากรุงเทพฯ ที่มี 6.1 เตียงต่อประชากร 1,000 คน สะท้อนว่ายังมีความต้องการใช้บริการเพียงพอรองรับการเพิ่มจำนวนเตียงในอนาคต

Figure 6: โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล ภูเก็ต



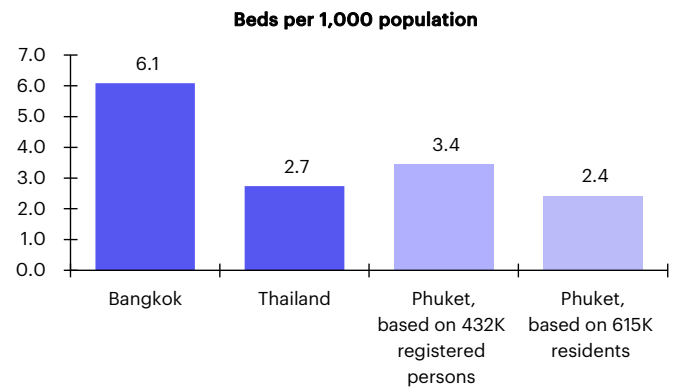
Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 7: จำนวนเตียงโรงพยาบาลในภูเก็ต



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

Figure 8: จำนวนเตียงต่อประชากรที่อยู่ในระดับต่ำบ่งชี้ว่าสภาพแวดล้อมการแข่งขันน่าจะยังคงสามารถบริหารจัดการได้



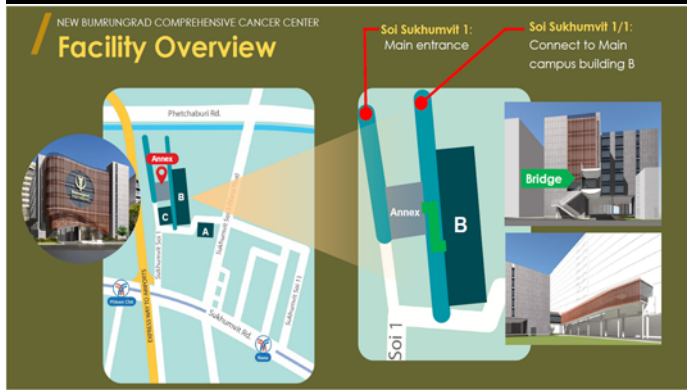
Source: Strategy and planning division of Office of the Permanent Secretary, Ministry of Public Health and InnovestX Investment Strategy & Research

การขยายพื้นที่โรงพยาบาลในกรุงเทพฯ (4Q27): +59 เตียง (+10%) และรายได้ต่อผู้ป่วยสูงขึ้น

ควบคู่ไปกับโครงการที่ภูเก็ต BH กำลังขยายกำลังการให้บริการภายในและบริเวณโดยรอบโรงพยาบาลหลักในกรุงเทพฯ เพื่อรองรับการรักษาโรคที่มีความซับซ้อนมากขึ้นและเพิ่มรายได้ต่อผู้ป่วย ซึ่งจะช่วยเสริมศักยภาพการเติบโตของกำไรในระยะยาว

- **โครงการ Annex:** อาคาร Annex ซึ่งเชื่อมต่อกับพื้นที่โรงพยาบาลเดิมโดยตรง จะเป็นที่ตั้งของศูนย์มะเร็งครบวงจรบำรุงราษฎร์ (Bumrungrad Comprehensive Cancer Center) ในอนาคต โดยรวบรวมศูนย์รักษาโรคมะเร็งที่เกี่ยวข้องของ BH ไว้ในสถานที่เดียวกัน ปัจจุบันโครงการอยู่ระหว่างการก่อสร้าง และคาดว่าจะเริ่มเปิดให้บริการใน 4Q27 เราคาดว่าโครงการดังกล่าวจะช่วยเสริมความเป็นผู้นำของ BH ในด้านการรักษาโรคมะเร็ง พร้อมเพิ่มศักยภาพในการรองรับการรักษาเคสที่มีความซับซ้อนสูง ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของรายได้ต่อผู้ป่วยและกำไรในระยะยาว
- **โครงการ ซอย 1:** โครงการตั้งอยู่บนถนนสุขุมวิท ซอย 1 ใกล้กับโรงพยาบาลหลัก ประกอบด้วย 3 อาคาร ได้แก่ (1) อาคารผู้ป่วยใน (IPD) ที่มีจำนวนเตียงที่ได้รับใบอนุญาตประมาณ 59 เตียง โดยมุ่งเน้นรองรับผู้ป่วยผ่าตัดเป็นหลัก (2) อาคารผู้ป่วยนอกและศูนย์วินิจฉัยโรค ซึ่งจะเป็นที่ตั้งของคลินิกเฉพาะทางและบริการตรวจวินิจฉัยขั้นสูง และ (3) อาคารจอดรถ ซึ่งเปิดให้บริการแล้วตั้งแต่ปี 2023 ปัจจุบันอาคารผู้ป่วยในและอาคารผู้ป่วยนอกอยู่ระหว่างการก่อสร้าง และคาดว่าจะเริ่มเปิดดำเนินงานใน 4Q27

Figure 9: โครงการ Annex เชื่อมต่อกับพื้นที่โรงพยาบาลเดิม



Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 10: โครงการ ซอย 1



Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

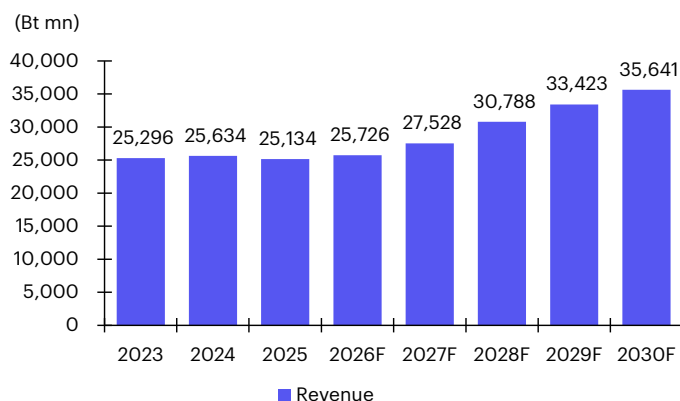
ปรับเพิ่มประมาณการกำไรและแนวโน้ม

เราปรับประมาณการกำไรปกติของ BH เพิ่มขึ้น 7% ในปี 2026 และ 11% ในปี 2027 เพื่อสะท้อนมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อผลการดำเนินงานในช่วง 2H26 โดยเฉพาะการฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติที่มีมาร์จิ้นสูง นอกจากนี้เรายังปรับประมาณการกำไรสำหรับปี 2028-30 เพิ่มขึ้น 5-12% เพื่อสะท้อนประโยชน์จากวัฏจักรการขยายกำลังการให้บริการครั้งใหญ่ของ BH ซึ่งคาดว่าจะเริ่มเห็นผลตั้งแต่ 2H27 เป็นต้นไป

เราคาดว่ากำไรจะเติบโตเร่งตัวขึ้นใน 2H26 โดยได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของผู้ป่วยจากตะวันออกกลาง การเติบโตอย่างต่อเนื่องในตลาดผู้ป่วยต่างชาติหลักๆ และความสามารถในการทำกำไรที่ยั่งยืนจากเคสที่สร้างรายได้สูงต่อราย แม้ว่ากำไรจะเติบโตของกำไรมีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วง 2H27-28 เนื่องจาก BH เริ่มเปิดดำเนินการโครงการใหม่และรับรู้ต้นทุนในช่วงเริ่มต้นของการเพิ่มกำลังการให้บริการ โดยเฉพาะโรงพยาบาลแห่งใหม่ในจังหวัดภูเก็ต

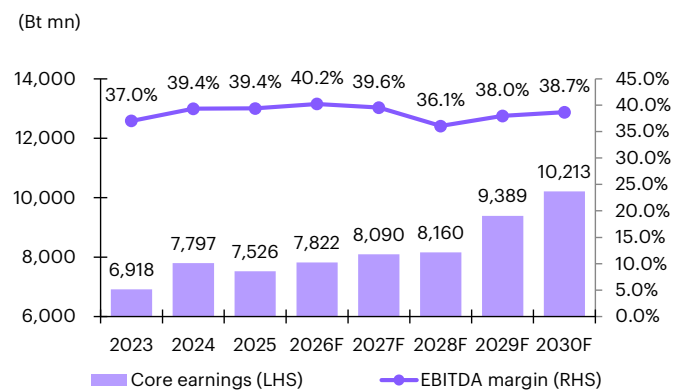
อย่างไรก็ตาม เรามองว่าแรงกดดันดังกล่าวเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราว เมื่ออัตราการให้บริการค่อยๆ ปรับตัวสูงขึ้น เราคาดว่ากำไรจะกลับมาเติบโตเร่งตัวขึ้นอีกครั้งที่ 15% ในปี 2029 และ 9% ในปี 2030 โดยได้รับแรงหนุนหลักจากการเพิ่มอัตราการให้บริการของโรงพยาบาลแห่งใหม่ เราคาดว่าโรงพยาบาลแห่งใหม่ในจังหวัดภูเก็ตจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญที่สุดของการเติบโตดังกล่าว เนื่องจากมีขนาดโครงการและศักยภาพในการขยายตัวสูงกว่าการลงทุนอื่นๆ ภายใต้สมมติฐานของเรา โรงพยาบาลภูเก็ตมีแนวโน้มบันทึกผลขาดทุนสูงสุดในปี 2028 ก่อนที่ผลประกอบการจะค่อยๆ เข้าใกล้จุดคุ้มทุน และเริ่มมีส่วนสนับสนุนกำไรอย่างมีนัยสำคัญมากขึ้นในปีถัดๆ ไป

Figure 11: ประมาณการรายได้ของ BH



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 12: ประมาณการกำไรปกติของ BH



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 13: การปรับประมาณการกำไร

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Revenue (Bt mn)					
Previous	25,231	27,524	30,235	32,003	33,863
Revised	25,726	27,528	30,788	33,423	35,641
% change	2.0	0.0	1.8	4.4	5.2
Core profit (Bt mn)					
Previous	7,282	7,286	7,800	8,589	9,153
Revised	7,822	8,090	8,160	9,389	10,213
% change	7.4	11.0	4.6	9.3	11.6
EBITDA margin (%)					
Previous	38.3	35.8	35.1	36.4	36.7
Revised	40.2	39.6	36.1	38.0	38.7
ppt change	1.9	3.7	0.9	1.5	2.0

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 14: สมมติฐานและประมาณการผลการดำเนินงานของโรงพยาบาลแห่งใหม่ในจังหวัดภูเก็ต

	Hospital in Bangkok	Hospital in Phuket (to open in 3Q27)				
Operational statistics	2025	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Patient volume per day						
OPD visit	2,649	120	480	720	840	900
Bed capacity	515	120	120	120	120	120
Bed utilization rate	68%	10%	40%	60%	70%	75%
Billing per patient (Bt)						
OPD	12,998	7,000	4% growth rate			
IPD (per day)	98,152	45,000	4% growth rate			
Projection of a new hospital in Phuket		2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Revenue (Bt mn)		516	2,146	3,348	4,063	4,527
Net profit/(loss) (Bt mn)		(406)	(697)	(167)	135	283
% contribution to BH's core earnings		-5.0%	-8.5%	-1.8%	1.3%	2.6%

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

สรุปผลประกอบการ 2Q26: เป็นไปตามคาด BH รายงานกำไรสุทธิ 2Q26 ที่ 1.89 พันลบ. เพิ่มขึ้น 2% YoY และ 6% QoQ เป็นไปตามที่ตลาดคาด การเติบโตของกำไร YoY ได้รับแรงหนุนจากรายได้ที่ยาวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ขณะที่การเติบโต QoQ ได้รับแรงหนุนจากการขยายตัวของ EBITDA margin

- **รายได้จากธุรกิจโรงพยาบาล** อยู่ที่ 6.2 พันลบ. ใน 2Q26 เพิ่มขึ้น 4% YoY และ 0.4% QoQ สูงกว่าที่บริษัทตั้งเป้าหมายไว้ที่ +2% YoY โดยได้รับแรงหนุนจากรายได้ผู้ป่วยต่างชาติ (66% ของรายได้รวม) ที่เติบโต 7% YoY และ 1% QoQ การเติบโตของรายได้ผู้ป่วยต่างชาตินำโดยเมียนมา (+27.8% YoY) ตะวันออกกลาง (+7.1% YoY โดยได้รับอานิสงส์จากฐานต่ำใน 1H25 ซึ่งช่วยให้รายได้ยังเติบโตได้แม้ได้รับผลกระทบจากสงคราม) และสหรัฐฯ (+19.2% YoY) ขณะที่รายได้ผู้ป่วยไทย (34% ของรายได้รวม) ลดลง 2% YoY และ 0.4% QoQ
- EBITDA margin อยู่ที่ 41.1% ใน 2Q26 เพิ่มขึ้นจาก 40.8% ใน 2Q25 และ 39.0% ใน 1Q26 สะท้อนการควบคุมต้นทุนที่มีประสิทธิภาพ
- ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย เพิ่มขึ้นเป็น 78.1 วัน ณ สิ้น 1H26 จาก 71.7 วัน ณ สิ้น 1Q26 และ 60.5 วัน ณ สิ้นปี 2025 สาเหตุหลักมาจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นและระยะเวลาเรียกเก็บเงินที่ยาวขึ้นจากกลุ่มผู้ป่วยตะวันออกกลาง อย่างไรก็ดี ระดับดังกล่าวยังอยู่ภายใต้นโยบายเครดิตของบริษัทที่กำหนดไว้ที่ 30-90 วัน และฐานะการเงินยังแข็งแกร่ง โดยยังคงมีสถานะเงินสดสุทธิ
- BH ประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลที่ 4 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลประมาณ 2% โดยกำหนดขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 28 ส.ค. 2026 และจ่ายเงินปันผลวันที่ 10 ก.ย. 2026 สะท้อนอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงถึง 87% เทียบกับ 44% ในช่วง 1H25

Figure 15: สรุปผลประกอบการของ BH

(Bt mn)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	YoY%	QoQ%	1H25	1H26	YoY%
Revenue	6,005	6,492	6,517	6,204	6,231	3.8	0.4	12,125	12,435	2.6
Gross profit	3,141	3,431	3,331	3,182	3,243	3.2	1.9	6,221	6,425	3.3
EBITDA	2,587	2,781	2,606	2,512	2,642	2.1	5.2	4,989	5,154	3.3
Core profit	1,855	2,038	1,898	1,785	1,886	1.7	5.6	3,590	3,671	2.3
Extra. Gain (Loss)	3	(3)	(12)	5	3	N.M.	N.M.	1	8	N.M.
Net profit	1,858	2,035	1,885	1,790	1,889	1.7	5.5	3,591	3,679	2.4
EPS (Bt/share)	2.34	2.56	2.37	2.25	2.38	1.7	5.5	4.52	4.63	2.4
Balance Sheet										
Total Assets	33,759	34,036	36,459	38,710	33,160	(1.8)	(14.3)	33,759	33,160	(1.8)
Total Liabilities	4,801	4,638	5,288	5,736	5,447	13.5	(5.0)	4,801	5,447	13.5
Total Equity	28,958	29,398	31,171	32,974	27,713	(4.3)	(16.0)	28,958	27,713	(4.3)
BVPS (Bt/share)	36.04	36.59	38.83	41.08	34.44	(4.5)	(16.2)	36.04	34.44	(4.5)
Financial Ratio										
Gross Margin (%)	52.3	52.9	51.1	51.3	52.0	(0.3)	0.7	51.3	51.7	0.4
EBITDA margin (%)	40.8	40.9	38.8	39.0	41.1	0.3	2.2	38.9	40.1	1.2
Net Profit Margin (%)	30.9	31.3	28.9	28.9	30.3	(0.6)	1.5	29.6	29.6	(0.0)
ROA (%)	23.1	25.4	22.0	19.6	22.5			23.1	22.5	
ROE (%)	27.2	29.5	25.7	22.8	26.6			27.2	26.6	
D/E (X)	Net Cash Net Cash Net Cash Net Cash Net Cash								Net Cash Net Cash	
Revenue by nationality										
International patients	3,867	4,337	4,370	4,102	4,137	7.0	0.9	16,851	16,509	(2.0)
Thai patients	2,138	2,156	2,148	2,102	2,094	(2.1)	(0.4)	8,784	8,625	(1.8)

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

ความเสี่ยง downside ต่อประมาณการของเรา ได้แก่ การฟื้นตัวของผู้ป่วยจากตะวันออกกลางที่ช้ากว่าคาด ความต้องการใช้บริการจากผู้ป่วยไทยที่ชะลอตัวกว่าคาด ความเสี่ยงด้านการดำเนินโครงการและการเพิ่มอัตราการใช้บริการของโครงการขยายกำลังการให้บริการ รวมถึงผลขาดทุนในช่วงเริ่มต้นดำเนินงานของโครงการใหม่ที่สูงกว่าคาด

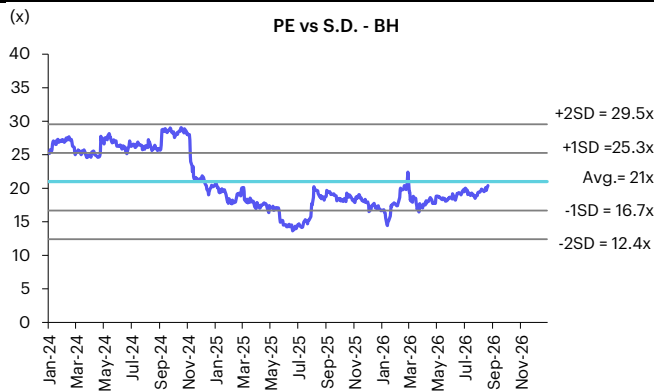
ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น OUTPERFORM ด้วยราคาเป้าหมายใหม่กลางปี 2027 ที่ 245 บาท

เราปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ BH เป็น OUTPERFORM (จาก NEUTRAL) และปรับราคาเป้าหมายอิงวิธี DCF เพิ่มขึ้นเป็น 245 บาท (จาก 195 บาท) หลังจากปรับประมาณการกำไรปกติปี 2026-30 เพิ่มขึ้น และปรับพื้นฐานในการประเมินราคาเป้าหมายเป็นกลางปี 2027 จากสิ้นปี 2026 valuation ของเราอิงกับ WACC ที่ 7.7% และอัตราการเติบโตระยะยาว (terminal growth rate) ที่ 2.5% ปัจจุบันหุ้น BH ซื้อขายที่ PE ปี 2027F ระดับ 19 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 21 เท่า โดยราคาเป้าหมายกลางปี 2027 ที่ 245 บาท คิดเป็น PE ปี 2027F ที่ 24 เท่า หรือประมาณ +1SD ของ PE เฉลี่ยในอดีต

แม้ว่าการฟื้นตัวของผู้ป่วยจากตะวันออกกลางจะเป็นปัจจัยสนับสนุนการปรับเพิ่มประมาณการกำไรในระยะสั้น แต่เราเชื่อว่าพัฒนาการที่สำคัญกว่าคือการขยายกำลังการให้บริการอย่างมีนัยสำคัญของบริษัท โดยโครงการใหม่มีกำหนดทยอยเปิดให้บริการตั้งแต่ 2H27 เป็นต้นไป ทำให้ BH มีปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตจากการเพิ่มกำลังการให้บริการเข้ามาเสริมการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน ซึ่งในมุมมองของเราจะช่วยเพิ่มความชัดเจนให้กับแนวโน้มการเติบโตของกำไรในระยะยาว และเปิดโอกาสให้มีการ re-rating ในอนาคต

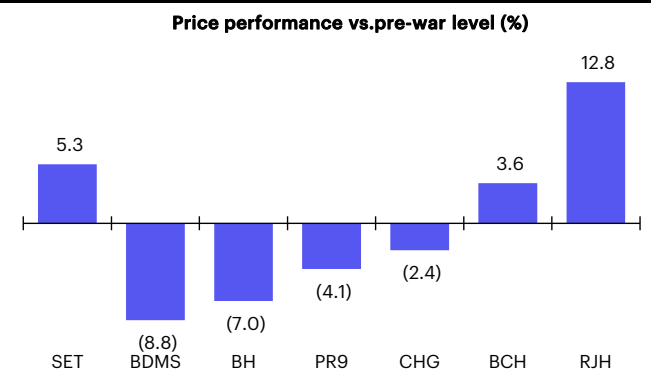
นักลงทุนอาจกังวลเกี่ยวกับผลกระทบจากกำไรที่จะลดลงในช่วงเริ่มต้นของการทยอยเพิ่มอัตราการใช้บริการของโรงพยาบาลแห่งใหม่ในจังหวัดภูเก็ตและโครงการขยายพื้นที่บริเวณโดยรอบโรงพยาบาลหลักในกรุงเทพฯ ในช่วง 2H27-28 อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าความกังวลดังกล่าวจะถูกชดเชยด้วยแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวที่ดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ BH ยังมีแนวโน้มที่จะให้อัตรากำไรตอบแทนจากเงินปันผลในระดับที่น่าพอใจที่ 4-5% ในปี 2027-28 ซึ่งจะช่วยจำกัดความเสี่ยง downside ของราคาหุ้นได้

Figure 16: BH PE band



Source: SET and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 17: ราคาหุ้น BH ยังต่ำกว่าระดับก่อนเกิดสงคราม



Source: SET and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 18: Valuation summary (price as of Aug 20, 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	11.40	13.00	19.6	22.0	22.5	20.8	(13)	(2)	8	2.2	2.2	2.2	9	9	10	3.9	5.5	4.1	9.6	9.7	9.0
BDMS	Outperform	19.80	25.00	30.2	19.4	18.8	17.4	2	3	8	3.0	2.9	2.7	15	15	16	5.1	4.0	4.3	12.1	11.4	10.5
BH	Outperform	198.00	245.00	28.1	20.9	20.1	19.5	(3)	4	3	5.1	5.6	5.3	26	26	28	5.6	4.3	4.5	14.5	13.6	12.9
CHG	Outperform	1.61	2.00	28.6	19.1	18.4	17.6	(15)	3	5	2.3	2.2	2.1	11	11	12	4.3	4.4	4.6	9.3	9.1	8.8
PR9	Outperform	18.60	23.00	26.4	17.8	18.1	16.4	15	(2)	11	2.5	2.3	2.2	15	13	14	2.7	2.8	3.1	9.0	8.7	7.8
RJH	Neutral	15.90	14.40	(4.4)	16.1	11.9	12.1	(47)	35	(1)	2.2	2.0	1.9	12	16	14	3.8	5.0	5.0	10.6	9.2	7.9
Average					19.2	18.3	17.3	(10)	7	6	2.9	2.9	2.7	15	15	15	4.2	4.3	4.2	10.8	10.3	9.5

Source: InnovestX Investment Strategy & 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”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่เพียงผู้เดียว 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 กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกฎหมาย 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 รวมถึงพิจารณาข้อมูลของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2026 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, ITCL, 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, SPREME, 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.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้ถูกถอดผลสำรวจ 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังว่า ดังกล่าวประกอบด้วย

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง บัญชี-กรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้ยื่นรับรอง)

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, ITCL, 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, PPPM, 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, 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, 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, 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, DTCI, 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, IROAY, 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, PHAT, 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, SPREME, 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.