# การแพทย์

SET HELTH index Close: 2/9/2025 4,657.69 +47.37 / +1.03% Bt2,911mn
Bloomberg ticker: SETHELTH

## กำไร 2Q68 มีทิศทางแตกต่างกัน; 3Q68 เงียบเหงา

**กำไร 2Q68 ของผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนออกมาในทิศทางที่แตกต่างกัน โดย BCH และ BH มีผลประกอบการที่โดดเด่น โดยกำไรเติบโต QoQ สวนทางกับแนวโน้มปกติตามฤดูกาล ในเบื้องต้นเราคาดว่า 3Q68 จะเป็นช่วงไฮซีซันที่ไม่ค่อยคึกคักนัก เมื่อพิจารณาจากฐานรายได้ที่สูงใน 3Q67 เนื่องจากเป็นช่วงที่การระบาดของโรคไข้หวัดใหญ่ทำจุดสูงสุดและมีการรับรู้รายได้ส่วนเพิ่มจากโครงการประกันสังคม (SC) ประกอบกับปริมาณผู้ป่วยชาวกัมพูชา (2-4% ของรายได้) ที่ยังลดลง อย่างไรก็ตาม รายได้จะกลับมาฟื้นตัวอีกครั้งใน 4Q68 โดยได้รับแรงหนุนจากปัจจัยอุตสาหกรรมจากฐานรายได้ที่เกี่ยวข้องกับโรคระบาดที่กลับสู่ระดับปกติ ซึ่งน่าจะช่วยกระตุ้นให้โมเมนตัมปรับตัวดีขึ้น หุ้นเด่นของเราคือ BDMS และ BCH เพราะแนวโน้มกำไรแข็งแกร่งขึ้นในปี 2569 และราคาหุ้นยังขึ้นมาไม่มาก**

**2Q68: กำไรมีทิศทางแตกต่างกัน BCH และ BH เติบโต QoQ สวนทางกับแนวโน้มตามฤดูกาล** โดยปกติแล้ว 2Q68 ถือเป็นช่วงโลว์ซีซั่นของกลุ่มการแพทย์ อย่างไรก็ตาม BCH และ BH รายงานกำไรที่ดีกว่าคาด โดยกำไรเติบโต QoQ สวนทางกับแนวโน้มตามฤดูกาล BDMS และ RJH รายงานกำไรตามคาด ขณะที่ CHG รายงานกำไรที่อ่อนแอกว่าคาด

**3Q68: ไฮซีซันที่ไม่คึกคัก** ใน Figure 2 เราประเมินในเบื้องต้นว่ากำไรปกติ 3Q68 ของหุ้นกลุ่มการแพทย์จะอยู่ในระดับทรงตัวหรือลดลง YoY (แต่เติบโต QoQ) ซึ่งบ่งชี้ถึงช่วงไฮซีซั่นที่ไม่คึกคัก โดยหลักๆ เป็นผลมาจากแนวโน้มรายได้ที่อ่อนแอ ในเดือนก.ค. BDMS พบว่ารายได้ลดลง 3-5% YoY ขณะที่ BCH และ CHG พบว่ารายได้ทรงตัว YoY ยกเว้น BH ที่ตั้งเป้ารายได้กลับมาเติบโต YoY ใน 3Q68 ปัจจัยสำคัญสำหรับ 3Q68;

- สำหรับบริการผู้ป่วยชาวไทย โรงพยาบาลเอกชนเผชิญกับฐานรายได้เกี่ยวกับโรคระบาดที่สูงในปี 2567 เนื่องจากการระบาดของโรคไข้หวัดใหญ่ทำจุดสูงที่สุดใน 3Q67 ขณะที่จุดสูงสุดของปี 2568 เกิดขึ้นใน 1Q-2Q68
- สำหรับผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการประกันสังคม (BCH CHG และ RJH) รายได้จากโครงการประกันสังคม (SC) ใน 3Q68 น่าจะลดลง YoY จากฐานที่สูงใน 3Q67 จากการรับรู้รายได้ส่วนเพิ่มจากโครงการประกันสังคม (SC) จากการให้บริการรักษาพยาบาลที่เกี่ยวข้องกับ 26 โรคเรื้อรัง
- รายได้จากผู้ป่วยชาวกัมพูชาคิดเป็นสัดส่วน 2% สำหรับ BCH, 3% สำหรับ BDMS และ 4% สำหรับ BH และลดลง 53% YoY, 26% YoY และ 29% YoY ใน 2Q68 ตามลำดับ ประเด็นขัดแย้งระหว่างไทยและกัมพูชาที่ยังมีอยู่ส่งผลกระทบในเชิงลบต่อจำนวนผู้ป่วยจากกัมพูชา
- BH คาดว่ารายได้จะกลับมาเติบโต 3-5% YoY ใน 3Q68 หลังจากที่หดตัวลง YoY มาตั้งแต่ 3Q67 แม้ว่าบริษัทไม่ได้ระบุถึงปัจจัยสำคัญที่อยู่เบื้องหลังการฟื้นตัวของรายได้ แต่เราเชื่อว่าปัจจัยหนุนจะมาจากการปรับขึ้นค่ารักษาพยาบาล 4% เมื่อต้นปีนี้ รวมถึงการลดลงของผลกระทบฐานสูงจากจำนวนผู้ป่วยและรายได้จากการรักษาโรคซับซ้อน (revenue intensity) ที่เพิ่มขึ้นในปี 2566-1H67 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า EBITDA margin จะกลับสู่ระดับปกติจากระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใน 2Q68 เนื่องจาก BH ระบุว่าได้มีการปรับขึ้นค่าตอบแทนพนักงานตั้งแต่เดือนก.ค.

**รอการฟื้นตัว คาดว่าการฟื้นตัวของรายได้ใน 4Q68 จะเป็นปัจจัยกระตุ้นกลุ่มการแพทย์** สำหรับ 3Q68TD SETHELTH ปรับตัวเพิ่มขึ้น 7% น้อยกว่า SET ที่เพิ่มขึ้น 15% ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนถึงช่วงไฮซีซั่นที่เงียบเหงา เราแนะนำให้นักลงทุนรอการฟื้นตัวโดยมองว่าปัจจัยกระตุ้นคือการฟื้นตัวของรายได้ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นใน 4Q68 โดยได้รับแรงหนุนจากปัจจัยอุตสาหกรรมจากฐานรายได้ที่เกี่ยวข้องกับโรคระบาดที่กลับสู่ระดับปกติ หุ้นเด่นของเราคือ BDMS และ BCH โดยอิงกับแนวโน้มกำไรที่แข็งแกร่งขึ้นในปี 2569 และราคาหุ้นที่ยังขึ้นมาไม่มาก เราแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ CHG เนื่องจาก valuation ต่ำ (PE ปี 2569 ที่ 16 เท่า) และกำไรผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว แนวโน้มรายได้ของ BH ดูแข็งแกร่งกว่าผู้ประกอบการโรงพยาบาลรายอื่นๆ ใน 3Q68 อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าปัจจัยบวกสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 34% ใน 3Q68TD ทำให้เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ BH เราแนะนำ NEUTRAL สำหรับ RJH เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มกำไรที่อ่อนแอในระยะสั้นจากผลขาดทุนที่โรงพยาบาลใหม่

**ความเสี่ยง** คือ เหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ซึ่งจะส่งผลกระทบทำให้ผู้ป่วยชะลอการเข้าใช้บริการ การดำเนินงานที่อ่อนแอของโรงพยาบาลที่เปิดใหม่ การแข่งขันรุนแรง การขาดแคลนบุคลากร และความเสี่ยงด้านกฎหมาย สำหรับกลุ่มการแพทย์ เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่งบริษัทต่างๆ นำเอาระบบบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

**แนวโน้มการเติบโตของกำไรปกติกลุ่มการแพทย์**

| | กำไรปกติ (ลบ.) | | เติบโต YoY (%) | | 2Q68 | | 3Q68F | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2568F | 2569F | 2568F | 2569F | YoY | QoQ | YoY | QoQ |
| BCH | 1,538 | 1,727 | 3.5 | 12.3 | 12.1 | 16.2 | ลดลง | เพิ่มขึ้น |
| BDMS | 16,799 | 18,385 | 5.1 | 9.4 | 4.6 | (19.7) | ทรงตัว | เพิ่มขึ้น |
| BH | 7,420 | 7,661 | (4.6) | 3.3 | (4.2) | 6.9 | ทรงตัว | เพิ่มขึ้น |
| CHG | 1,059 | 1,149 | (3.1) | 8.6 | (11.5) | (7.8) | ลดลง | เพิ่มขึ้น |
| RJH | 415 | 464 | (26.1) | 11.9 | (52.9) | (0.1) | ลดลง | เพิ่มขึ้น |
| **ค่ากลางของกลุ่ม** | | | (3.1) | 9.4 | | | | |

*Source: InnovestX Research*

**Valuation summary**

| | Rating | Price (Bt) | TP (Bt) | ETR (%) | P/E (x) 25F | P/E (x) 26F | P/BV (x) 25F | P/BV (x) 26F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| BCH | Outperform | 13.0 | 17.50 | 38.2 | 21.1 | 18.8 | 2.4 | 2.4 |
| BDMS | Outperform | 20.7 | 30.00 | 48.7 | 19.6 | 17.9 | 3.2 | 3.0 |
| BH | Neutral | 188.0 | 214.00 | 16.4 | 20.1 | 19.5 | 4.8 | 4.3 |
| CHG | Outperform | 1.6 | 2.20 | 39.7 | 16.9 | 15.6 | 2.2 | 2.2 |
| RJH | Neutral | 13.1 | 15.00 | 19.3 | 9.5 | 8.5 | 1.7 | 1.6 |
| **Average** | | | | | **17.4** | **16.0** | **2.9** | **2.7** |

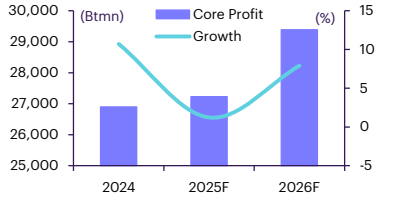
*Source: InnovestX Research*

**Price performance**

| | Absolute | | | Relative to SET | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (%) | 1M | 3M | 12M | 1M | 3M | 12M |
| BCH | (5.1) | (5.1) | (17.2) | (7.4) | (12.7) | (10.2) |
| BDMS | (1.0) | (3.7) | (25.4) | (3.4) | (11.4) | (19.1) |
| BH | 11.9 | 34.3 | (22.6) | 9.2 | 23.6 | (16.1) |
| CHG | (4.7) | 4.5 | (35.8) | (7.0) | (3.8) | (30.4) |
| RJH | (5.8) | 7.4 | (42.8) | (8.1) | (1.2) | (38.0) |

*Source: SET, InnovestX Research*

**Sector core earnings growth**




*Source: SET, InnovestX Research*

**นักวิเคราะห์**
**ระวีนุช ปิยะเกรียงไกร**
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
0-2793-9008
raweenuch.p@innovestx.co.th

**สรุปประเด็นสำคัญใน 2Q68**

- BCH รายงานกำไรที่ปรับตัวดีขึ้น QoQ โดยได้แรงหนุนจากการรับรู้รายได้ส่วนเพิ่มจากการรักษาผู้ป่วย 26 โรคเรื้อรังของการให้บริการปี 2567 จำนวน 77.5 ลบ. ทั้งนี้ BCH รับรู้รายได้ส่วนนี้เร็วกว่าในปีที่ผ่านมา โดยในปีที่ผ่านมา BCH รับรู้รายได้ส่วนเพิ่มจากการรักษาผู้ป่วย 26 โรคเรื้อรังของการให้บริการปี 2566 ใน 3Q67 สำหรับ BH ปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญ คือ EBITDA margin ที่ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 40.8% ใน 2Q68 แม้ว่ารายได้ลดลงติดต่อกันเป็นไตรมาสที่สี่ (นับตั้งแต่ 3Q67)
- กำไรที่อ่อนแอของ CHG ถูกฉุดรั้งโดยการปรับลดรายได้จำนวน 73 ลบ. ที่เกี่ยวข้องกับบริการรักษาผู้ป่วย 26 โรคเรื้อรังของการให้บริการปี 2567 เนื่องจาก ใน 2Q68 บริษัทได้รับเงินเบิกจ่ายจริงจากสำนักงานประกันสังคมต่ำกว่ารายได้ที่บันทึกไว้ในปี 2567 เรามองว่าเรื่องนี้เป็นประเด็นเฉพาะของ CHG มากกว่าที่จะเกิดจากการที่สำนักงานประกันสังคมมีงบประมาณไม่เพียงพอ มุมมองนี้ได้รับการสนับสนุนจากข้อเท็จจริงที่ว่าโรงพยาบาลอื่น เช่น BCH และ RJH บันทึกรายได้จากบริการรักษาผู้ป่วย 26 โรคเรื้อรังเพิ่มขึ้นตามปกติใน 2Q68

**Figure 1: สรุปผลประกอบการ 2Q68**

| | 2Q67 | 1Q68 | 2Q68 | YoY | QoQ | | ประเด็นสำคัญ (+) | ประเด็นสำคัญ (-) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **BCH** | | | | | | ดีกว่าคาด | รายได้ประกันสังคม (37% ของรายได้) เติบโต 17% YoY และ 9% QoQ จากฐานต่ำอันเป็นผลมาจากการปรับลดรายได้สำหรับกลุ่มโรคร้ายแรง (AdjRW>2) ใน 2Q67 และมีการรับรู้รายได้ส่วนเพิ่มจากการรักษาผู้ป่วย 26 โรคเรื้อรังของการให้บริการปี 2567 จำนวน 77.5 ลบ. ทั้งนี้ BCH รับรู้รายได้ส่วนนี้เร็วกว่าในปีที่ผ่านมา โดยในปีที่ผ่านมา BCH รับรู้รายได้ส่วนเพิ่มจากการรักษาผู้ป่วย 26 โรคเรื้อรังของการให้บริการปี 2566 ใน 3Q67 | รายได้จากบริการ IPD (27% ของรายได้) ลดลง 3% YoY และ 3% QoQ แย่กว่าที่เราคาดการณ์ไว้ว่าจะกลับมาเติบโต YoY เราพบว่าบริการผู้ป่วยทั้งชาวไทย (-2% YoY) และชาวต่างชาติ (-5% YoY) ชะลอตัวลง |
| รายได้ (ลบ.) | 2,857 | 2,903 | 3,020 | 5.7 | 4.0 | | | |
| กำไรปกติ (ลบ.) | 341 | 329 | 383 | 12.1 | 16.2 | | | |
| **BDMS** | | | | | | ตามคาด | รายได้จากบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติ (28% ของรายได้) เติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นที่ 6% YoY (แต่ลดลง 16% QoQ) โดยได้แรงหนุนจากผู้ป่วยจากการ์ตา (+45% YoY), เมียนมา (+19% YoY) และสหรัฐฯ (+13% YoY) ซึ่งช่วยชดเชยรายได้ผู้ป่วยจากกัมพูชาที่ลดลง (-23% YoY, 3% ของรายได้) สืบเนื่องมาจากความขัดแย้งระหว่างไทยกับกัมพูชาที่ทำให้เดินทางไม่สะดวก | |
| รายได้ (ลบ.) | 24,694 | 27,078 | 25,699 | 4.1 | (5.1) | | | |
| กำไรปกติ (ลบ.) | 3,335 | 4,346 | 3,490 | 4.6 | (19.7) | | | |
| **BH** | | | | | | ดีกว่าคาด | รายได้ใน 2Q68 อยู่ที่ 6.0 พันลบ. ลดลง 4% YoY และ 2% QoQ ซึ่งเป็นไตรมาสที่สี่ที่รายได้ลดลง (นับตั้งแต่ 3Q67) ปัจจัยฉุดรั้งที่สำคัญ คือ รายได้จากบริการผู้ป่วยต่างชาติ (64% ของรายได้) ที่ลดลง 7% YoY และ 2% QoQ จากฐานสูงของรายได้จากการรักษาโรคซับซ้อน (revenue intensity) ในปี 2566-1H67 รายได้จากผู้ป่วยตะวันออกกลาง ซึ่งเป็นตลาดที่สำคัญของ BH (23% ของรายได้) ลดลง 12% YoY | EBITDA margin ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 40.8% ใน 2Q68 สะท้อนถึงการควบคุมต้นทุนที่มีประสิทธิภาพของ BH โดยต้นทุนการดำเนินงานโรงพยาบาลลดลง (-5% YoY และ -6% QoQ) ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลจากประสิทธิภาพการทำงานของบุคลากรที่ดีขึ้น รวมถึงค่าใช้จ่าย SG&A ที่ลดลง (-5% YoY และ -11% QoQ) จากค่าใช้จ่ายการตลาดที่ลดลง |
| รายได้ (ลบ.) | 6,282 | 6,120 | 6,005 | (4.4) | (1.9) | | | |
| กำไรปกติ (ลบ.) | 1,937 | 1,736 | 1,855 | (4.2) | 6.9 | | | |
| **CHG** | | | | | | ต่ำคาด | รายได้ประกันสังคม (28% ของรายได้) ลดลง 5% YoY และ 8% QoQ ซึ่ง CHG ระบุว่าเกิดจากการปรับลดรายได้จำนวน 73 ลบ. ที่เกี่ยวข้องกับบริการรักษาผู้ป่วย 26 โรคเรื้อรังของการให้บริการปี 2567 เนื่องจาก ใน 2Q68 บริษัทได้รับเงินเบิกจ่ายจริงจากสำนักงานประกันสังคมต่ำกว่ารายได้ที่บันทึกไว้ในปี 2567 | รายได้ OPD (33% ของรายได้) เติบโต 6% YoY และ 5% QoQ; รายได้ IPD (35% ของรายได้) อยู่ในระดับทรงตัว YoY และเติบโต 5% QoQ โดยได้แรงหนุนจากจำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นและภาพอุตสาหกรรมโดยรวมที่เป็นบวกจากโรคตามฤดูกาลที่เพิ่มขึ้น เช่น ไข้หวัดใหญ่ และ COVID-19<br>ผลขาดทุนที่โรงพยาบาลใหม่ จุฬารัตน์ แม่สอด จังหวัดตาก ลดลงเหลือ 12-13 ลบ. ใน 2Q68 จาก 15 ลบ. ใน 1Q68 |
| รายได้ (ลบ.) | 1,985 | 1,988 | 2,012 | 1.3 | 1.2 | | | |
| กำไรปกติ (ลบ.) | 235 | 225 | 208 | (11.5) | (7.8) | | | |
| **RJH** | | | | | | ตามคาด | รายได้ประกันสังคม (SC, 44% ของรายได้) ลดลง 17% YoY หลักๆ เป็นผลมาจากการลดลงของรายได้จากบริการรักษาโรคอ้วนทุพพลภาพด้วยการผ่าตัดกระเพาะ (15-20% ของรายได้ SC, 6-8% ของรายได้รวมในปี 2567) จากเกณฑ์การคัดกรองที่เข้มงวดขึ้น โดยผู้ป่วยจะต้องเข้าโครงการติดตามผลเป็นระยะเวลา 6 เดือน ก่อนที่จะเข้ารักษาด้วยการผ่าตัดได้ ซึ่ง RJH เผยว่าเริ่มมีเคสที่เข้ารับการผ่าตัดแล้ว | EBITDA margin อยู่ที่ 20.7% ใน 2Q68 เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 20.4% ใน 1Q68 RJH เปิดเผยว่าผลขาดทุนที่โรงพยาบาลราชธานี หนองแค ลดลง 27% QoQ จาก 33 ลบ. ใน 1Q68 เหลือ 24 ลบ. ใน 2Q68 |
| รายได้ (ลบ.) | 695 | 655 | 666 | (4.2) | 1.8 | | | |
| กำไรปกติ (ลบ.) | 133 | 63 | 63 | (52.9) | (0.1) | | | |

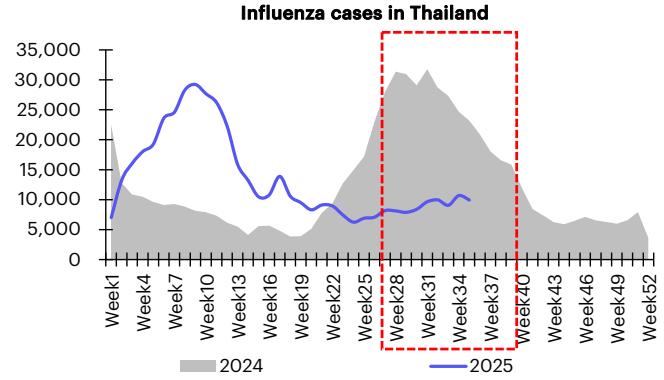
*Source: Company data and InnovestX Research*

**Figure 2: แนวโน้มกำไรปกติ 3Q68**

| (ลบ.) | 3Q67 | 4Q67 | 1Q68 | 2Q68 | 3Q68F | | ประเด็นสำคัญ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | YoY | QoQ | |
| BCH | 464 | 354 | 329 | 383 | ลดลง | เพิ่มขึ้น | (-) รายได้เดือนก.ค. อยู่ในระดับทรงตัว YoY ชะลอตัวลงจากที่เติบโต 4% YoY ใน 1H68 เนื่องจากการระบาดของโรคไข้หวัดใหญ่ทำจุดสูงสุดใน 3Q67<br>(-) BCH ได้ปรับเป้าการเติบโตของรายได้ปี 2568 เป็น 5-10% (จาก 8-10%) โดยบริษัทมองว่ามีความเป็นไปได้ว่าจะอยู่ในกรอบล่าง |
| BDMS | 4,246 | 4,333 | 4,346 | 3,490 | ทรงตัว | เพิ่มขึ้น | (-) รายได้เดือนก.ค. ลดลง 3-5% YoY เทียบกับที่เติบโต 4% YoY ใน 2Q68 โดยการปรับตัวลดลงหลักๆ เกิดจากผลกระทบฐานสูงจากโรคระบาดในปีที่ผ่านมา<br>(-) รายได้จากผู้ป่วยกลุ่มประเทศ CLMV ปรับตัวลดลง 26% YoY ในเดือนก.ค. โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากกัมพูชา (~3% ของรายได้) ซึ่งเป็นผลมาจากสถานการณ์ความขัดแย้ง หากสถานการณ์เช่นนี้ยังคงดำเนินต่อไปจนถึงสิ้นปี 2568 BDMS ประเมินว่าจะส่งผลกระทบต่อรายได้รวม ~1% ทำให้บริษัทปรับลดเป้าการเติบโตของรายได้ทั้งปี 2568 ลงมาอยู่ที่ 3-5% YoY (จาก 4-6%) |
| BH | 1,990 | 1,896 | 1,736 | 1,855 | ทรงตัว | เพิ่มขึ้น | (+) BH คาดว่ารายได้จะกลับมาเติบโต 3-5% YoY ใน 3Q68 หลังจากลดลง YoY มาตั้งแต่ 3Q67 แม้ว่าผู้บริหารไม่ได้ระบุถึงปัจจัยสำคัญที่อยู่เบื้องหลังการฟื้นตัวของรายได้ แต่เราเชื่อว่าปัจจัยหนุนจะมาจากการปรับขึ้นค่ารักษาพยาบาล 4% เมื่อต้นปีนี้ รวมถึงการลดลงของผลกระทบฐานสูงจากจำนวนผู้ป่วยและรายได้จากการรักษาโรคซับซ้อน (revenue intensity) ที่เพิ่มขึ้นในปี 2566-1H67<br>(-) เราคาดว่า EBITDA margin จะกลับสู่ระดับปกติจากระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใน 2Q68 เนื่องจาก BH ระบุว่าได้มีการปรับขึ้นค่าตอบแทนพนักงานตั้งแต่เดือนก.ค. |
| CHG | 417 | 176 | 225 | 208 | ลดลง | เพิ่มขึ้น | (-) ในเดือนก.ค. รายได้รวมเติบโต YoY เพียงเล็กน้อย<br>(-) CHG ปรับเป้าการเติบโตของรายได้ปี 2568 ลดลงเหลือต่ำกว่า 5% (จาก 10%) ซึ่งเป็นผลมาจากรายได้ที่อ่อนแอใน 1H68 (ทรงตัว YoY)<br>(+) ผลขาดทุนที่โรงพยาบาลใหม่ จุฬารัตน์ แม่สอด จังหวัดตาก ลดลง |
| RJH | 214 | 98 | 63 | 63 | ลดลง | เพิ่มขึ้น | (-) ขาดทุนจากการดำเนินงานเต็มปีแรกที่โรงพยาบาลใหม่ *โรงพยาบาลราชธานี หนองแค* |

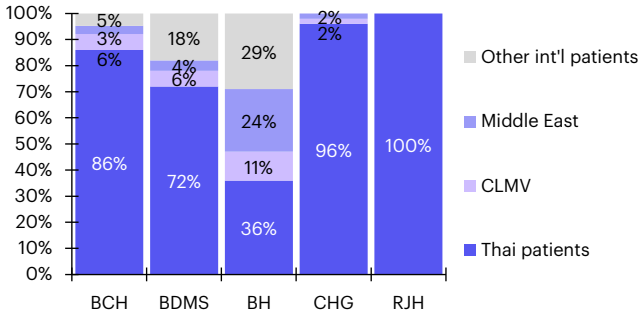
*Source: Company data and InnovestX Research*

**Figure 3: ฐานสูงของจำนวนผู้ป่วยไข้หวัดใหญ่ใน 3Q67**



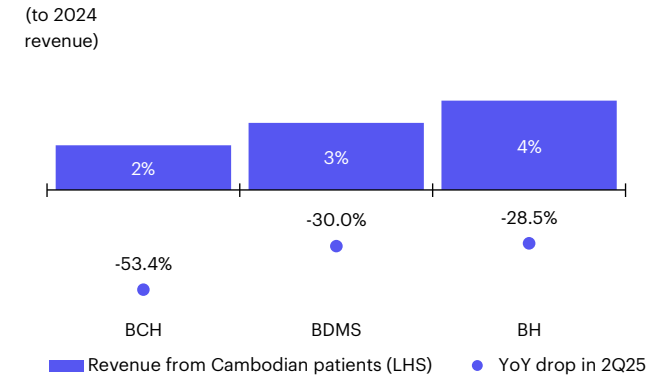

*Source: Department of disease control and InovestX Research*

**Figure 4: สัดส่วนรายได้**



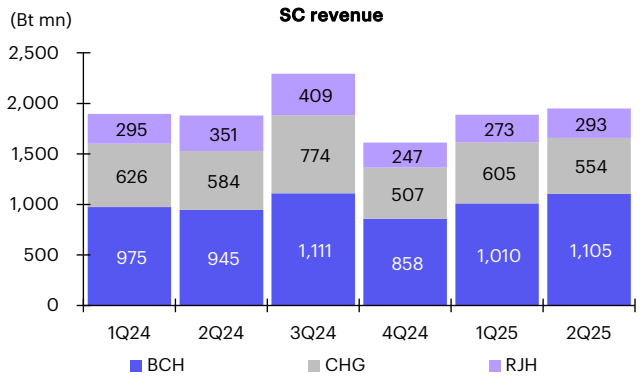

*Source: Company data and InnovestX Research*

**Figure 5: รายได้จากผู้ป่วยชาวกัมพูชา**



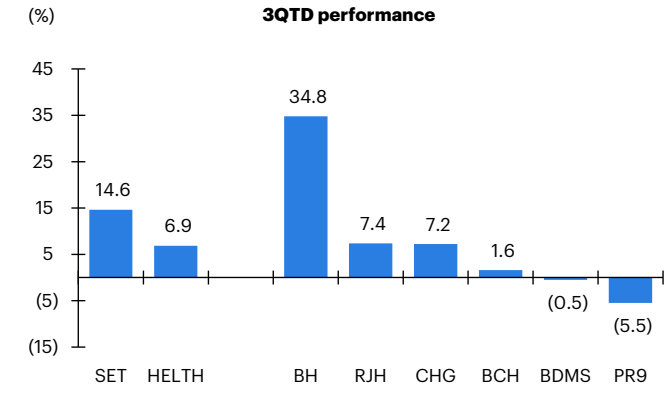

*Source: Company data and InnovestX Research*

**Figure 6: ฐานสูงของรายได้ประกันสังคม (SC) ใน 3Q67**



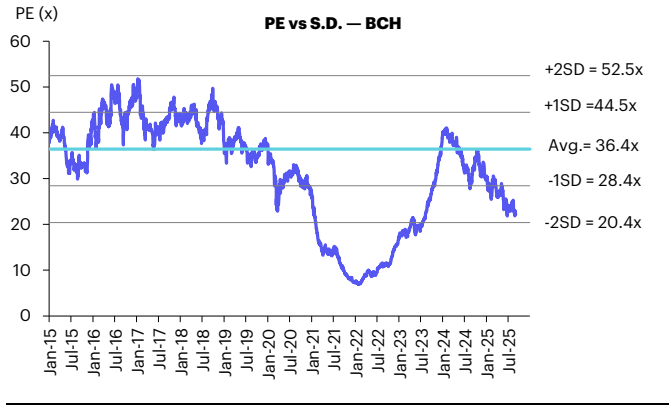

*Source: Company data and InnovestX Research*

**Figure 7: Price performance**



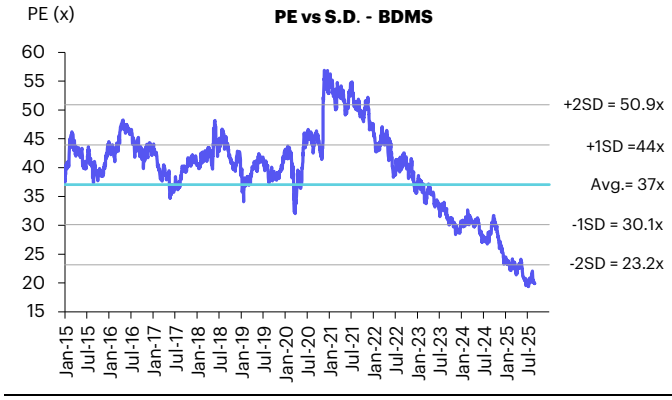

*Source: BCH and InnovestX Research*

**Figure 8: BCH PE band**



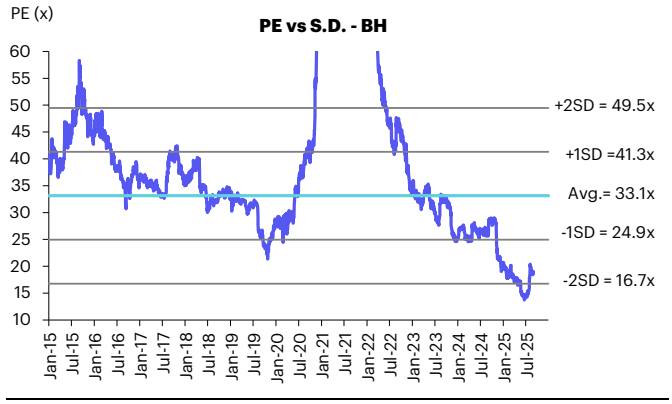

*Source: SET and InnovestX Research*

**Figure 9: BDMS PE band**



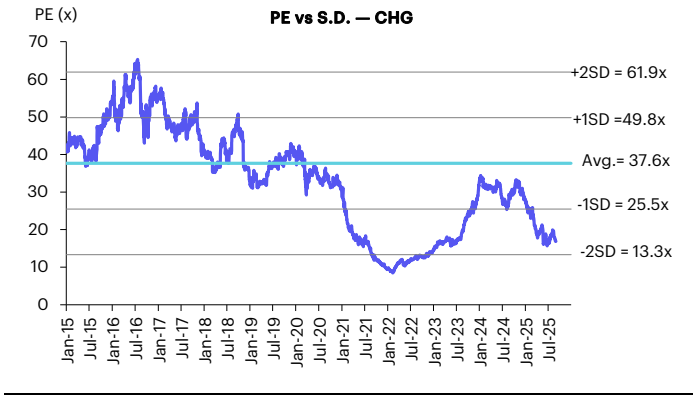

*Source: SET and InnovestX Research*

**Figure 10: BH PE band**



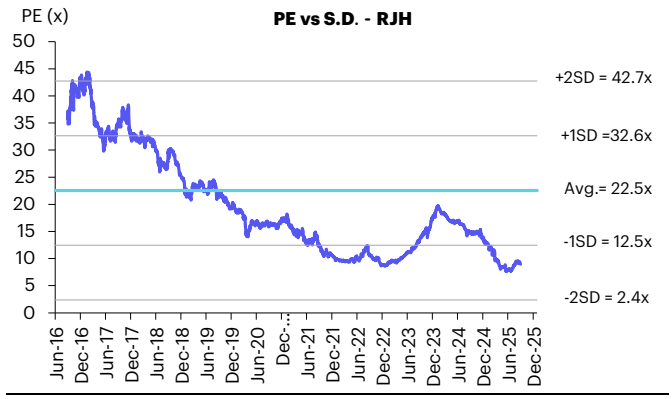

*Source: SET and InnovestX Research*

**Figure 11: CHG PE band**




*Source: SET and InnovestX Research*

**Figure 12: RJH PE band**




*Source: SET and InnovestX Research*

**Figure 11: Valuation summary** (Price as of Sep 2, 2025)

| | Rating | Price | Target | ETR | P/E (x) | | | EPS growth (%) | | | P/BV (x) | | | ROE (%) | | | Div. Yield (%) | | | EV/EBITDA (x) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | (Bt/Sh) | (Bt/Sh) | (%) | 24A | 25F | 26F | 24A | 25F | 26F | 24A | 25F | 26F | 24A | 25F | 26F | 24A | 25F | 26F | 24A | 25F | 26F |
| BCH | Outperform | 13.00 | 17.50 | 38.2 | 21.8 | 21.1 | 18.8 | (0) | 4 | 12 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 11 | 11 | 12 | 3.1 | 3.6 | 4.0 | 11.7 | 9.9 | 9.1 |
| BDMS | Outperform | 20.70 | 30.00 | 48.7 | 20.6 | 19.6 | 17.9 | 11.2 | 5.1 | 9.4 | 3.3 | 3.2 | 3.0 | 16 | 16 | 17 | 3.6 | 3.8 | 4.2 | 12.7 | 12.0 | 11.1 |
| BH | Neutral | 188.00 | 214.00 | 16.4 | 19.2 | 20.1 | 19.5 | 12.4 | (4.6) | 3.3 | 5.4 | 4.8 | 4.3 | 30 | 25 | 23 | 2.7 | 2.5 | 2.6 | 14.0 | 13.2 | 12.2 |
| CHG | Outperform | 1.63 | 2.20 | 39.7 | 16.4 | 16.9 | 15.6 | 0.0 | (3.1) | 8.6 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 14 | 13 | 13 | 4.3 | 4.7 | 5.1 | 9.4 | 8.8 | 8.2 |
| RJH | Neutral | 13.10 | 15.00 | 19.3 | 7.0 | 9.5 | 8.5 | 33.6 | (26.1) | 11.9 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 24 | 17 | 17 | 5.3 | 4.7 | 5.3 | 7.8 | 7.5 | 6.4 |
| **Average** | | | | | **17.0** | **17.4** | **16.0** | **11.3** | **(5.0)** | **9.1** | **3.1** | **2.9** | **2.7** | **19** | **16** | **16** | **3.8** | **3.9** | **4.2** | **11.1** | **10.3** | **9.4** |

*Source: InnovestX Research*

**Figure 12: สรุปข้อมูลเกี่ยวกับ ESG**

| | BCH | BDMS | BH | CHG | RJH |
|---|---|---|---|---|---|
| **SET ESG ratings** | AA | A | Not Included | CHG มีรายชื่ออยู่ในหุ้นที่ไม่ได้รับการจัดอันดับซึ่งอนุญาตให้กองทุน Thai ESG และ Thai ESGX ลงทุนได้ เนื่องจากบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลก๊าซเรือนกระจก | Not Included |
| **Bloomberg ESG Financial Materiality Score (2023)** | 3.47 | 3.91 | 5.54 | 4.46 | N/A |
| **Rank in Sector** | 5/28 | 4/28 | 1/28 | 2/28 | N/A |
| **ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม** | • BCH ได้ปรับปรุงและขยายปีฐานการรายงานข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมให้ครอบคลุมทุกกลุ่มบริษัทในเครืออย่างเป็นระบบ โดยเป้าหมายเดิมที่ตั้งไว้ในปี 2567 ได้มีการปรับเปลี่ยนและขยายเวลาไปจนถึงปี 2570 การขยายปีฐานนี้เกิดขึ้นจากการที่บริษัทได้รวบรวมข้อมูลและรายงานจากทุกหน่วยงานในเครือเข้าด้วยกันอย่างครอบคลุมและเป็นหนึ่งเดียว ทำให้สามารถประเมินผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมได้อย่างแม่นยำและเป็นระบบมากขึ้น<br>• BCH กำหนดเป้าหมายการลดก๊าซเรือนกระจก (ขอบเขต 1) ไว้ที่ 0.3% จากปีฐาน (2567) ในปี 2570 โดยมุ่งเน้นการคัดแยกและนำของเสียกลับมาใช้ประโยชน์สูงสุด เพื่อลดปริมาณขยะที่ต้องฝังกลบและลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม โดยเฉพาะการนำขยะพลาสติกมาแปรรูปเป็นผลิตภัณฑ์ที่สามารถนำกลับมาใช้ใหม่ได้ โดยในระยะแรกของโครงการโรงพยาบาลเกษมราษฎร์ประชาชื่น และโรงพยาบาลเกษมราษฎร์ รามคำแหง ได้ดำเนินการขายขวดพลาสติกและวัสดุรีไซเคิล | • BDMS ตั้งเป้าบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 บริษัทได้นำแนวทางเศรษฐกิจหมุนเวียนมาใช้ในการบริหารจัดการพลังงานและทรัพยากร<br>• BDMS มีการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (Scope 1 และ 2) อยู่ที่ 1.96 แสนตันคาร์บอนไดออกไซด์ ลดลง 19% หากเมื่อเทียบกับปีฐาน 2.43 แสนตันคาร์บอนไดออกไซด์ในปี 2565 ซึ่งยังสอดคล้องกับเป้าหมายการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกของ BDMS ในปี 2573 | • ในปี 2567 BH เปิดเผยเจตนารมณ์ที่จะบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2608 สอดคล้องกับเจตนารมณ์ของประเทศไทย<br>• BH มีแนวทางบริหารจัดการเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกดังนี้: 1) พัฒนานวัตกรรม ผลิตภัณฑ์ และกระบวนการให้บริการที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมอย่างต่อเนื่อง เพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 2) สร้างความตะหนักแก่พนักงานให้คำนึงถึงความเป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมตลอดกระบวนการดำเนินงาน และพยายามหาโอกาสในการพัฒนาหรือปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานให้ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมน้อยที่สุด 3) พัฒนาประสิทธิภาพการใช้พลังงานและทรัพยากรภายในอาคารโรงพยาบาล และ 4) มองหาโอกาสในการขยายสัดส่วนการใช้พลังงานทดแทน<br>• การปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อรายได้ของ BH ลดลง 0.1% ในปี 2567 เมื่อเทียบกับปีฐาน 2566 | • CHG มีการทวนสอบปริมาณและขึ้นทะเบียนคาร์บอนฟุตพริ้นท์ขององค์กรตามแนวทางขององค์การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกเป็นครั้งแรกเพื่อใช้เป็นปีฐานในการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานและพัฒนาการในอนาคตอย่างเป็นรูปธรรม รายงานปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกครอบคลุมขอบเขตที่ 1 2 และ 3 ในช่วงวันที่ 1 มกราคม 2566 – 31 ธันวาคม 2566 ภายใต้ขอบเขตสำนักงานใหญ่ (โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 3 อินเตอร์) และในปี 2567 ได้เพิ่มการทวนสอบบริษัทในเครืออีก 5 แห่ง ประกอบด้วย โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 9 แอร์พอร์ต, โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 11 อินเตอร์, โรงพยาบาลรวมแพทย์ ฉะเชิงเทรา, โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 304 อินเตอร์ และโรงพยาบาลจุฬารัตน์แม่สอด อินเตอร์ จัดทำรายงานการปล่อยและดูดกลับก๊าซเรือนกระจกขององค์กรเป็นครั้งแรกในปี 2567<br>• CHG ตั้งเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกขอบเขตที่ 1 ลดลง 15% หรือ 1,000 tCO2e เทียบกับปีฐาน (2566) และขอบเขต 2 ลดลง 10% หรือ 389 tCO2e เทียบกับปีฐาน (2566) | • การจัดการน้ำเสีย: น้ำเสียที่เกิดจากกระบวนการรักษาของโรงพยาบาล จะต้องผ่านการบำบัดเพื่อให้มีคุณภาพผ่านเกณฑ์มาตรฐานก่อนปล่อยสู่แหล่งน้ำภายนอก<br>• การจัดการวัสดุและของเสียอันตราย: บริษัทได้กำหนดการปฏิบัติตามมาตรฐานเกี่ยวกับการคัดแยกขยะ การสวมใส่อุปกรณ์ป้องกัน แนวทางปฏิบัติกรณีขยะเปรอะเปื้อน รวมถึงกำหนดเส้นทางและเวลาการขนย้ายขยะติดเชื้อ |

| | BCH | BDMS | BH | CHG | RJH |
|---|---|---|---|---|---|
| **ประเด็นด้านสังคม**<br><br>**เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่ง BCH BDMS BH CHG และ RJH นำเอาระบบบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง** | • BCH ให้ความสำคัญกับความปลอดภัยของผู้ป่วยเป็นอันดับแรก บริษัทได้กำหนดนโยบายในการควบคุมคุณภาพการบริการให้เป็นไปตามมาตรฐานทั้งในระดับประเทศและระดับสากล เช่น Hospital Accreditation (HA) และ Joint Commission International (JCI) นอกจากนี้ยังมีแนวทางสำหรับการพัฒนาปรับปรุงอย่างต่อเนื่องและสม่ำเสมอ<br>• BCH มีสัดส่วนการลาออกโดยสมัครใจ 27.4% ในปี 2567 ลดลงจาก 28.11% ในปี 2566 | • สำนักงานองค์กรแพทย์ BDMS ได้รับนโยบายจาก BDMS ให้ดำเนินการจัดสร้างหลักสูตรภาคบังคับ (BDMS Mandatory Course) โดยมีเนื้อหาที่เกี่ยวกับจรรยาบรรณ และแนวทางปฏิบัติที่ดีของแพทย์ และทันตแพทย์ รวมถึงข้อมูลเกี่ยวกับ PDPA ข้อมูล informed consent และกฎหมายที่เกี่ยวข้องในการดูแลผู้ป่วยที่ใช้สิทธิประกันที่แพทย์ต้องทราบเพื่อสื่อสารและสร้างความเข้าใจต่อแนวปฏิบัติที่ถูกต้อง<br>• BDMS ได้กำหนดให้มีคู่มือการพัฒนาคุณภาพและแผนด้านความปลอดภัยของผู้ป่วย เพื่อเพิ่มความพึงพอใจในการรับบริการของผู้รับ บริการและสร้างความสะดวกสบายให้กับลูกค้า บุคลากร และแพทย์ อันจะนำมาเพื่อความสุขของผู้ไว้วางใจมาทำการรักษาไปจนถึงความสุขของคนในครอบครัวที่อยู่ใกล้ชิดกับคนไข้ ทั้งนี้ คู่มือดังกล่าวครอบคลุมการประเมินและการปรับโครงสร้างการกำกับดูแลและการบริหารจัดการการดำเนินงานตามมาตรฐาน JCI มาตรฐาน HA รวมถึงข้อกำหนดที่เกี่ยวข้อง โดยผลดำเนินงานจะรายงานต่อคณะกรรมการที่เกี่ยวข้องอย่างน้อยรายไตรมาส | • BH ปฏิบัติตามมาตรฐานการดำเนินงานขององค์กร Joint Commission International (JCI) ซึ่งถือเป็นองค์กรอิสระผู้ประเมินด้านคุณภาพและมาตรฐานความปลอดภัยของโรงพยาบาล และเป็นที่ยอมรับจากสถานบริการด้านสุขภาพทั้งในยุโรปและสหรัฐอเมริกา<br>• ในปี 2567 อัตราการฝึกอบรมเฉลี่ยต่อคนต่อปีอยู่ที่ 58.85 ชั่วโมง ซึ่งลดลงจาก 72.48 ชั่วโมงในปี 2566 เมื่อแบ่งตามประเภทพนักงาน ชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ยต่อปีสำหรับพยาบาลเพิ่มขึ้น แต่ชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ยต่อพนักงาน (ไม่รวมพยาบาล) ลดลง | • CHG เน้นย้ำในเรื่องของคุณภาพการรักษาที่ได้มาตรฐานสากลของ Joint Commission International (JCI) และมาตรฐานการรับรองกระบวนการคุณภาพสถานพยาบาลของประเทศไทยของ The Healthcare Accreditation Institute (HA)<br>• ในปี 2567 CHG มีอัตราการเสียชีวิตอันเนื่องมาจากการทำงานเป็น 0, อัตราบาดเจ็บขั้นรุนแรงอันเนื่องมาจากการทำงานเป็น 0, อัตราบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (Loss Time Injury Frequency Rate - LTIFR) เป็น 0 และอัตราการเสียชีวิตอันเนื่องมาจากการเจ็บป่วยจากการทำงานเป็น 0 เป็นไปตามเป้าหมายที่วางไว้<br>• CHG ได้กำหนดนโยบายด้านการฝึกอบรมและพัฒนาบุคลากรไว้ในหลากหลายรูปแบบ ในปี 2567 จำนวนชั่วโมงฝึกอบรมเฉลี่ยอยู่ที่ 41 ชั่วโมง/คน/ปี สูงกว่าเป้าหมายที่วางไว้ที่ 18-25 ชั่วโมง/คน/วัน | • RJH ให้ความใส่ใจในการดำเนินการต่างๆ เพื่อลดโอกาสในการเกิดปัญหาด้านความปลอดภัย เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่อาจกระทบต่อสุขภาพของผู้ป่วยและพนักงานของบริษัทโดยตรง ซึ่งในด้านนโยบายนั้น บริษัทได้จัดให้มีเจ้าหน้าที่ความปลอดภัยในการทำงานระดับวิชาชีพ (จป.ว.) เพื่อตรวจสอบและให้ข้อเสนอแนะประกอบการดูแลความปลอดภัย |
| **ประเด็นด้านธรรมาภิบาล** | • BCH มีแนวทางการดำเนินงานที่คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียตลอดห่วงโซ่คุณค่าของธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำ จนถึงปลายน้ำ ซึ่งจะเป็นการช่วยเพิ่มโอกาส ลดความเสี่ยง และเป็นการยกระดับขีดความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจ<br>• BCH จัดให้มีนโยบายต่อต้านการคอร์รัปชัน คู่มือปฏิบัติในการต่อต้านคอร์รัปชัน และนโยบายแจ้งเบาะแสและข้อร้องเรียนเป็นลายลักษณ์อักษร เพื่อให้คณะกรรมการบริษัท ผู้บริหารและพนักงานทุกระดับรับทราบและยึดถือปฏิบัติอย่างเคร่งครัด<br>• ณ วันที่ 31 ธ.ค.2567 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 12 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการที่เป็นผู้บริหาร จำนวน 6 ท่าน และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารจำนวน 6 ท่าน โดยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 4 ท่าน เป็นกรรมการอิสระ (33.33% ของกรรมการทั้งหมด)<br>• ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ<br>• กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 50% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว | • คณะกรรมการบริษัทได้กำหนดนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้ผู้บริหาร กรรมการ และพนักงานของกลุ่มบริษัททุกคนยึดถือเป็นแนวทางปฏิบัติงาน<br>• BDMS กำหนดให้มีการจัดตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลมาตรฐานองค์กร (Standardization and Compliance Committee) เพื่อกำกับดูแลและขับเคลื่อนทุกโรงพยาบาลในเครือให้ดำเนินงานตามนโยบายและแผนงานระบบมาตรฐานความปลอดภัยผู้ป่วย<br>• BDMS สนับสนุนการดำเนินการเพื่อห่วงโซ่คุณค่าให้ความสำคัญกับการคัดเลือกคู่ค้าบนรากฐานนโยบายจรรยาบรรณคู่ค้า สนับสนุนผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมและส่งเสริมผลิตภัณฑ์ภายในประเทศ<br>• ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2567 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 15 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการที่เป็นผู้บริหาร จำนวน 7 ท่าน (47% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร จำนวน 2 ท่าน (13% ของกรรมการทั้งหมด) และ กรรมการอิสระจำนวน 6 ท่าน (40% ของกรรมการทั้งหมด)<br>• ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ<br>• กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 20% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว | • BH มอบหมายให้ทีมงานการจัดการประสบการณ์ผู้ป่วยจัดตั้งและติดตามแนวทางการปฏิบัติในการบริหารลูกค้าสัมพันธ์อย่างเป็นระบบ โดยในปี 2567 อัตราการรักษาผู้ใช้บริการเดิมอยู่ที่ 97.29% (ลดลงเล็กน้อยจาก 97.40% ในปี 2566)<br>• BH มีการบังคับใช้นโยบายการจัดซื้อจัดจ้าง รวมถึงการประเมินความเสี่ยงด้านห่วงโซ่อุปทานเพื่อให้กระบวนการจัดซื้อมีความโปร่งใสตามมาตรฐานสากล และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพของผลิตภัณฑ์และบริการ<br>• ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2567 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 12 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระจำนวน 5 ท่าน (41.67% ของกรรมการทั้งหมด)<br>• ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ<br>• กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 30% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว | • คณะกรรมการบริษัทได้กำหนด “นโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี” ขึ้นเพื่อให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของกลุ่มบริษัททุกคน ยึดถือเป็นแนวทางในการปฏิบัติงาน โดยได้แต่งตั้ง “คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ” เพื่อช่วยกำกับ ดูแล และกลั่นกรองงานที่เกี่ยวข้อง รวมถึงการติดตามผล ทบทวน และแก้ไขเพิ่มเติมนโยบายด้านกำกับดูแลกิจการที่มีอยู่ในทันสมัยเหมาะสมกับปัจจุบัน<br>• ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2567 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 12 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระจำนวน 4 ท่าน (33.33% ของกรรมการทั้งหมด)<br>• ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ<br>• กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้น 36.84% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว | • RJH มีนโยบายในการดำเนินการต่อต้านการทุจริต คอร์รัปชัน โดยจัดทำแนวทางการปฏิบัติอย่างเป็นลายลักษณ์อักษร ซึ่งระบุในเอกสาร “ระเบียบและข้อบังคับในการทำงานของโรงพยาบาล” และได้สื่อสารให้กรรมการผู้บริหาร และพนักงาน รับทราบและนำไปปฏิบัติ<br>• ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2567 คณะกรรมการบริษัทมี 9 ท่าน โดย 3 ท่านเป็นกรรมการอิสระ หรือ 33.33% ของกรรมการทั้งหมด<br>• ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ<br>• กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ถือหุ้น 27% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด |

*Source: Company data and InnovestX Research*

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

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

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

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

INVX สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก 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 นำออกแสดงหรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2568 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสท์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2024 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, 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, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOIL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCT, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TCC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

**Companies with Good CG Scoring**

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KWC, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD100, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIIK, XO, XPG, 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.
To recognize well performers, the list of companies attaining “Good”, “Very Good” and “Excellent” levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2023 to 28 October 2024) is publicized.
*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับการรับรอง)**

2S, AAI, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BRI, BRR, BSBM, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOBAL, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JR, JTS, KASET, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, 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, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, 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, SCGP, SCM, SCN, SEAOIL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SKR, SM, SMIT, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIIK, WPH, XO, YUASA, ZEN

**Declared (ประกาศเจตนารมณ์)**

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASAP, B52, BLAND, BYD, CFARM, CHASE, CHG, DEXON, DITTO, EAST, EVER, FLOYD, GREEN, HL, HUMAN, ICN, IHL, IP, ITC, JDF, JMART, K, KJL, LDC, LIT, MITSIB, MJD, MOSHI, NEX, NTSC, PLE, PLUS, POLY, PQS, PRI, PRIME, PROEN, PROUD, PTC, RT, S, SAWAD, SCAP, SCGD, SFT, SHR, SINGER, SINO, SJWD, SKE, SNNP, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TMI, TPAC, TPP, TQM, UOBKH, UREKA, VNG, WELL, WIN, XPG

**N/A**

24CS, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NSL, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMC, PMTA, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD100, 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, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMAN, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, VS, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, XBIO, XYZ, YGG, YONG, ZAA, ZIGA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of January 15, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.