

โรงพยาบาลพระรามเก้า

PR9

บริษัท โรงพยาบาลพระรามเก้า
จำกัด (มหาชน)Bloomberg
ReutersPR9 TB
PR9.BKinnovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

การฟื้นตัวใน 2H69 สะท้อนถึงจุดเข้าซื้อที่ดี

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์ PR9 ด้วยคำแนะนำ OUTPERFORM โดยให้ราคาเป้าหมายกลางปี 2570 อิงวิธี DCF ที่ 23 บาท ซึ่งมีอัตรากำไร 36% จากราคาปิดล่าสุด เรามองเห็นปัจจัยสนับสนุนการลงทุนที่สำคัญ 3 ประการ ได้แก่ 1) สถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ-อิหร่านที่คลี่คลายลงจะช่วยสนับสนุนอุปสงค์ที่อื่นไว้ (pent-up demand) จากกลุ่มผู้ป่วยตะวันตกกลาง (9% ของรายได้) ใน 2H69; 2) เราคาดว่า 2Q69 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ โดยกำไรจะกลับมาอยู่ในทิศทางขาขึ้นใน 2H69 และจะเติบโต 11% ในปี 2570; และ 3) ความคาดหวังของตลาดที่อยู่ในระดับต่ำสะท้อนผ่าน valuation ที่ต่ำกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน ซึ่งเราคาดว่าแสดงถึง risk/reward ที่น่าสนใจ และเป็นจุดเข้าซื้อที่ดีสำหรับ PR9

สัญญาณที่ดีจากสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ-อิหร่านที่คลี่คลายลงจะช่วยสนับสนุนอุปสงค์ที่อื่นไว้จากผู้ป่วยตะวันตกกลาง ควบคู่กับบริการผู้ป่วยต่างชาติที่ปรับตัวดีขึ้นใน 2H69 ในขณะที่เราคาดว่ารายได้จากผู้ป่วยตะวันตกกลาง (9% ของรายได้) จะมีแนวโน้มชะลอตัวใน 2Q69 จากผลกระทบของสงครามสหรัฐฯ-อิหร่าน แต่เราคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งใน 2H69 โดยได้แรงหนุนจากอุปสงค์ที่อื่นไว้จากผู้ป่วยตะวันตกกลางหลังจากมีสัญญาณที่ดีจากสถานการณ์ความขัดแย้งที่คลี่คลายลง และสายการบินหลักในวันออกกลางเพิ่มความถี่ของเที่ยวบินกลับสู่ระดับก่อนสงคราม ทั้งนี้ PR9 เริ่มเห็นสัญญาณของผู้ป่วยตะวันตกกลางที่กลับมาใช้บริการ โดยมีจำนวนการนัดหมายที่เพิ่มขึ้น ในระยะถัดไป การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกหลังสงครามจะเป็นแรงหนุนสำคัญที่ช่วยให้รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติและผู้ป่วยตะวันตกกลางเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง โดย IMF คาดการณ์การเติบโตของ GDP ในภูมิภาคตะวันออกกลางและเอเชียกลางที่ 1.9% ในปี 2569 และ 4.6% ในปี 2570

2Q69 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ เราคาดการณ์กำไรปกติปี 2569 ของ PR9 ที่ 808 ลบ. ลดลง 2% YoY โดยหลัก การฟื้นตัวจะเกิดขึ้นใน 2H69 และกำไรจะกลับมาอยู่ในทิศทางขาขึ้นในปี 2570 โดยจะเพิ่มขึ้น 11% YoY มาอยู่ที่ 894 ลบ. ปัจจัยหลักที่ช่วยขับเคลื่อนการเติบโตมาจากรายได้ผู้ป่วยต่างชาติ ซึ่งเราคาดว่าจะขยายตัว 12% YoY ในปี 2569 และ 17% YoY ในปี 2570 โดยได้รับแรงหนุนจากการปลดล็อกอุปสงค์ที่อื่นไว้จากผู้ป่วยตะวันตกกลาง การขยายบริการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนสูง และการเพิ่มจำนวนเตียงในอนาคต ในด้านความสามารถในการทำกำไร เราคาดว่า EBITDA margin ปี 2569 จะอยู่ที่ 24.1% โดยจะเห็นการขยายตัวอย่างชัดเจนในช่วงครึ่งหลังของปี และจะเพิ่มขึ้นเป็น 24.7% ในปี 2570 โดยได้แรงหนุนจากการเติบโตของรายได้และ operating leverage ที่ดีขึ้น โดยการเติบโตของค่าใช้จ่าย SG&A จะกลับสู่ระดับปกติหลังจากผ่านช่วงที่มีการใช้เงินสูงเพื่อสร้างฐานผู้ป่วยต่างชาติไปแล้ว

Risk/reward ที่น่าสนใจเมื่อเทียบกับหุ้นกลุ่มเดียวกันสะท้อนถึงจุดเข้าซื้อที่ดี นับตั้งแต่เกิดสงครามสหรัฐฯ-อิหร่าน ราคาหุ้น PR9 ฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดขึ้นมาบ้างแล้ว แต่ยังต่ำกว่าระดับก่อนสงครามอยู่ 13% ทั้งนี้ในกลุ่มโรงพยาบาลที่เน้นผู้ป่วยต่างชาติ PR9 มี valuation ต่ำที่สุด โดยซื้อขายที่ PE ปี 2569 ที่ 16.4 เท่า ใกล้เคียงกับระดับ -2SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต ซึ่งต่ำกว่า BH (20.1 เท่า) อยู่ 18%, ต่ำกว่า BCH (18.6 เท่า) อยู่ 12% และต่ำกว่า BDMS (17.5 เท่า) อยู่ 6% ดังนั้น เราเชื่อว่าความคาดหวังของตลาดที่มีต่อ PR9 ในปัจจุบันยังคงอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเทียบกับแนวโน้มการดำเนินงานและกำไรที่คาดว่าจะทำจุดต่ำสุดใน 2Q69 และจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H69 และปี 2570

ความเสี่ยง ได้แก่ ภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ ความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของรายได้ และการแข่งขันที่รุนแรง เรามองว่าความเสี่ยงด้าน ESG อยู่ที่มีความปลอดภัยของผู้ป่วย (S): PR9 ได้นำระบบประกันคุณภาพที่หลากหลายมาใช้เพื่อให้บริการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	4,635	5,277	5,497	5,856	6,189
EBITDA	(Btmn)	1,169	1,327	1,352	1,478	1,594
Core profit	(Btmn)	713	823	808	894	971
Reported profit	(Btmn)	713	823	808	894	971
Core EPS	(Bt)	0.91	1.05	1.03	1.14	1.24
DPS	(Bt)	0.40	0.50	0.51	0.57	0.62
P/E, core	(x)	18.6	16.2	16.4	14.9	13.7
EPS growth, core	(%)	27.8	15.4	(1.8)	10.6	8.6
P/BV, core	(x)	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8
ROE	(%)	13.6	14.5	13.3	13.7	13.8
Dividend yield	(%)	2.4	3.0	3.0	3.4	3.7
EV/EBITDA	(x)	9.5	8.0	7.7	6.9	6.2

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Tactical: OUTPERFORM
(3-month)

Stock data

Last close (Jun 24) (Bt)	16.90
Target price (Bt)	23.00
Mkt cap (Btbn)	13.29
12-m high / low (Bt)	25.3 / 15.7
Avg. daily 6m (US\$m)	1.64
Foreign limit / actual (%)	49 / 4
Free float (%)	58.5
Outstanding Short Position (%)	0.38

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	5.0	5.6 (30.5)	
Relative to SET	4.3	(3.8) (50.6)	

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2026F	2027F
Consensus (Bt mn)	848	927
INVX vs Consensus (%)	(4.7)	(3.5)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 2Q26F core earnings	Down	Down

2025 Sustainability/2024 ESG Score

SET ESG Ratings	AAA
-----------------	-----

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector		
ESG Score and Rank	4.67	2/29
Environmental Score and Rank	4.52	1/29
Social Score and Rank	4.69	3/29
Governance Score and Rank	4.76	2/29

Source: InnovestX Investment Strategy & Research, Bloomberg

นักวิเคราะห์

ระวีบุษ ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2793-9008
raweenuch.p@innovestx.co.th

จุดเด่น

PR9 ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนแบบ standalone แห่งเดียวภายใต้ชื่อ *โรงพยาบาลพระรามเก้า* ซึ่งเป็นโรงพยาบาลระดับตติยภูมิที่ทันสมัย โดยมีเตียงรองรับผู้ป่วย 204 เตียง และสามารถขยายกำลังการรองรับได้สูงสุดถึง 300 เตียงเพื่อรองรับอุปสงค์ที่เติบโตในอนาคต PR9 ดำเนินกลยุทธ์ตามมาตรฐานสากลเพื่อตอบสนองความต้องการด้านการรักษาโรคที่มีความซับซ้อนสูง และมีความโดดเด่นในด้านสถาบันโรคไตและเปลี่ยนไต ซึ่งทำให้เป็นโรงพยาบาลเอกชนที่มีความเชี่ยวชาญด้านการผ่าตัดปลูกถ่ายไตสูงสุดในประเทศไทย PR9 ประสบความสำเร็จในการขยายตลาดผู้ป่วยต่างชาติผ่านกลยุทธ์เชิงรุกที่มุ่งเป้าไปยังกลุ่มผู้ป่วยจากตะวันออกกลางและ CLMV โดยในปี 2568 รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติเติบโต 73% YoY คิดเป็นสัดส่วน 26% ของรายได้รวม เพิ่มขึ้นจาก 17% ในปี 2567

แนวโน้มธุรกิจ

เราคาดว่า การดำเนินงานจะอ่อนตัวลงใน 2Q69 จากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่ชะลอลง โดยเฉพาะบริการผู้ป่วยต่างชาติเนื่องมาจากสงครามสหรัฐ-อิหร่าน เราคาดว่า การดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H69 โดยได้รับการสนับสนุนจากสัญญาณการคลี่คลายสถานการณ์ความขัดแย้ง ซึ่งจะช่วยหนุนอุปสงค์ที่อื่นไว้จากผู้ป่วยตะวันออกกลาง และส่งผลให้การดำเนินงานและกำไรปรับตัวขึ้นตามลำดับ เราคาดการณ์กำไรปกติปี 2569 ของ PR9 ที่ 808 ลบ. ลดลง 2% YoY โดยหลักๆ การฟื้นตัวจะเกิดขึ้นใน 2H69 ก่อนที่กำไรจะกลับมาอยู่ในทิศทางขาขึ้นในปี 2570 โดยจะเพิ่มขึ้น 11% YoY มาอยู่ที่ 894 ลบ.

Bullish views	Bearish views
1. การเติบโตของบริการผู้ป่วยต่างชาติ	1. ความกังวลเกี่ยวกับค่าใช้จ่าย SG&A ที่เพิ่มขึ้นจากการขยายฐานผู้ป่วยต่างชาติ
2. การขยายจำนวนเตียงรองรับผู้ป่วย	2. รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติมีการกระจุกตัวอยู่ในประเทศกาตาร์ (9% ของรายได้) และประเทศเมียนมา (5% ของรายได้)

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อีเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
แนวโน้มกำไรระยะสั้น	กำไรปกติ 2Q69	-YoY และ -QoQ	เราคาดว่าผลกระทบจากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ในตะวันออกกลาง ซึ่งเริ่มขึ้นในช่วงปลายเดือนก.พ. จะปรากฏให้เห็นอย่างชัดเจนมากขึ้นใน 2Q69 ส่งผลให้การเติบโตของรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติของ PR9 มีแนวโน้มชะลอตัวลง
แนวโน้มกำไรระยะสั้น	กำไรปกติ 2H69	+YoY และ +HoH	เราคาดว่า การดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H69 โดยได้รับการสนับสนุนจากสัญญาณการคลี่คลายสถานการณ์ความขัดแย้ง ซึ่งจะช่วยหนุนอุปสงค์ที่อื่นไว้จากผู้ป่วยตะวันออกกลาง และส่งผลให้การดำเนินงานและกำไรปรับตัวขึ้น

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1ppt ในรายได้จากกิจการโรงพยาบาล	2%	0.2 บาท/หุ้น (1%)

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

PR9 ได้จัดตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการและการพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืนขึ้นเพื่อกำหนดนโยบายความยั่งยืน และสร้างความมั่นใจว่าประเด็นด้าน ESG จะถูกผนวกรวมเข้ากับกลยุทธ์ขององค์กร PR9 ได้กำหนดแผนงานและเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมระยะยาว โดยมุ่งเน้นที่การบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Emissions) ภายในปี 2593 พร้อมทั้งมีเป้าหมายระยะสั้นและระยะกลางเพื่อสนับสนุนการบรรลุเป้าหมายดังกล่าวในระยะยาว เราองว่าความเสี่ยงด้าน ESG อยู่ที่ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S): PR9 ได้นำระบบประกันคุณภาพที่หลากหลายมาใช้เพื่อให้บริการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score	4.67 (2024)
Rank in Sector	2/29

	CG Rating	DJBIC	SETESG	SET ESG Ratings
PR9	5	No	Yes	AAA

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- เป้าหมาย Net Zero: เร่งเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ให้เร็วขึ้น 15 ปี เป็นปีภายในปี 2593 (ค.ศ. 2050)
- เป้าหมายการลดก๊าซเรือนกระจก: ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิ (Scope 1, 2 และ 3) ให้ได้มากกว่าร้อยละ 5 ภายในปี 2571 เมื่อเทียบกับปีฐาน 2565
- พลังงานทดแทนและเศรษฐกิจหมุนเวียน: เพิ่มสัดส่วนพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Rooftop) ส่งผลให้การใช้พลังงานสะอาดเพิ่มขึ้นร้อยละ 367 และมีโครงการ Upcycling เช่น การแปรรูปผงยาเป็นอิฐบล็อก และการแปรรูปแกลลอนไต่เทียม 4,479 กิโลกรัม เป็นถุงขยะ

ประเด็นด้านสังคม (S)

- มาตรฐานความปลอดภัยและคุณภาพ: ได้รับการรับรองมาตรฐานสากล JCI ต่อเนื่อง โดยปี 2568 ได้คะแนนสูงถึง ร้อยละ 99.23 และไม่มีอุบัติการณ์ความเสียหายร้ายแรง (Sentinel Events)
- การพัฒนาบุคลากร: พนักงานได้รับการฝึกอบรมเฉลี่ย 87.67 ชั่วโมงต่อคนต่อปี (สูงกว่าเป้าหมายที่ 40 ชั่วโมง) และมีอัตราการลาออกโดยสมัครใจอยู่ที่ร้อยละ 9.21
- เราองว่าความเสี่ยงด้าน ESG อยู่ที่ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S): PR9 ได้นำระบบประกันคุณภาพที่หลากหลายมาใช้เพื่อให้บริการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

ประเด็นด้านบรรษัทภิบาล (G)

- การจัดการห่วงโซ่อุปทาน: กำหนดให้คู่ค้าหลัก (Tier-1 Suppliers) ร้อยละ 100 ต้องผ่านการประเมินด้าน ESG และยอมรับจรรยาบรรณคู่ค้า
- การต่อต้านทุจริต: เป็นสมาชิกแนวร่วมต่อต้านคอร์รัปชัน (CAC) ต่อเนื่อง และพนักงาน 100% ตอบรับนโยบายต่อต้านทุจริต
- ณ 31 ธ.ค. 2568 มีกรรมการ 10 ท่าน โดยเป็นกรรมการอิสระ 4 ท่าน (ร้อยละ 40 ของจำนวนทั้งหมด)
- ประธานกรรมการไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ
- ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ถือหุ้นประมาณร้อยละ 39 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2024	2025
ESG Financial Materiality Score	4.67	—
Environment Financial Materiality Score	4.52	—
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	0.48	—
GHG Scope 2 Location-Based ('000 metric tonnes)	6.36	—
Total Energy Consumption ('000 MWh)	242.12	—
Hazardous Waste ('000 metric tonnes)	0.01	0.01
Waste Recycled ('000 metric tonnes)	0.05	0.06
Total Water Withdrawal ('000 cubic meters)	144.22	194.03
Social Financial Materiality Score	4.69	—
Human Rights Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Quality Assurance Policy	Yes	Yes
Employee Training (hours)	73,676	144,129
Lost Time Incident Rate (per 100 employees)	0.00	0.06
Women in Workforce (%)	74.10	71.20
Employee Turnover rate (%)	10.24	8.49
Governance Financial Materiality Score	4.76	—
Size of the Board (persons)	10	10
Number of Independent Directors (persons)	7	4
Number of Non Executive Directors (persons)	7	7
Number of Women on Board (persons)	2	1

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 (Btmn)

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Total revenue	(Btmn)	2,987	4,107	4,202	4,635	5,277	5,497	5,856	6,189
Cost of goods sold	(Btmn)	2,172	2,724	2,820	3,045	3,346	3,549	3,765	3,971
Gross profit	(Btmn)	815	1,384	1,382	1,590	1,930	1,948	2,091	2,218
SG&A	(Btmn)	557	735	774	837	1,032	1,058	1,101	1,140
Other income	(Btmn)	43	52	81	110	116	121	129	136
Interest expense	(Btmn)	0	0	1	0	1	1	1	1
Pre-tax profit	(Btmn)	300	700	689	862	1,013	1,010	1,118	1,214
Corporate tax	(Btmn)	28	51	132	131	149	191	202	224
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Core profit	(Btmn)	249	568	558	713	823	808	894	971
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	249	568	558	713	823	808	894	971
EBITDA	(Btmn)	594	1,000	988	1,169	1,327	1,352	1,478	1,594
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.32	0.72	0.71	0.91	1.05	1.03	1.14	1.24
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.32	0.72	0.71	0.91	1.05	1.03	1.14	1.24
DPS (Bt)	(Bt)	0.14	0.29	0.30	0.40	0.50	0.51	0.57	0.62

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Total current assets	(Btmn)	1,603	2,023	2,251	2,658	3,363	3,410	3,754	4,120
Total fixed assets	(Btmn)	3,369	3,218	3,243	3,194	3,334	3,682	3,870	4,069
Total assets	(Btmn)	5,137	5,558	5,910	6,399	7,027	7,423	7,957	8,522
Total loans	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Total current liabilities	(Btmn)	667	610	632	758	880	861	905	946
Total long-term liabilities	(Btmn)	0	0	1	0	0	0	0	0
Total liabilities	(Btmn)	859	822	830	961	1,152	1,133	1,176	1,217
Paid-up capital	(Btmn)	786	786	786	786	786	786	786	786
Total equity	(Btmn)	4,278	4,735	5,080	5,439	5,876	6,290	6,781	7,305
BVPS (Bt)	(Bt)	5.44	6.02	6.46	6.92	7.47	8.00	8.62	9.29

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Core Profit	(Btmn)	249	568	558	713	823	808	894	971
Depreciation and amortization	(Btmn)	294	299	299	306	313	341	360	379
Operating cash flow	(Btmn)	592	899	829	1,040	989	1,205	1,239	1,336
Investing cash flow	(Btmn)	(403)	91	(403)	(2,038)	(364)	(669)	(527)	(557)
Financing cash flow	(Btmn)	(91)	(115)	(240)	(358)	(359)	(393)	(404)	(447)
Net cash flow	(Btmn)	98	875	186	(1,356)	266	143	307	332

Key Financial Ratios

FY December 31		2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Gross margin	(%)	27.3	33.7	32.9	34.3	36.6	35.4	35.7	35.8
Operating margin	(%)	8.6	15.8	14.5	16.2	17.0	16.2	16.9	17.4
EBITDA margin	(%)	19.6	24.0	23.1	24.6	24.6	24.1	24.7	25.2
EBIT margin	(%)	10.1	17.1	16.4	18.6	19.2	18.4	19.1	19.6
Net profit margin	(%)	8.3	13.8	13.3	15.4	15.6	14.7	15.3	15.7
ROE	(%)	5.9	12.6	11.4	13.6	14.5	13.3	13.7	13.8
ROA	(%)	5.0	10.6	9.7	11.6	12.3	11.2	11.6	11.8
Net D/E	(x)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage	(x)	1,240.3	2,083.9	1,551.7	2,377.0	1,737.0	1,769.5	1,934.3	2,086.2
Debt service coverage	(x)	1,240.3	2,083.9	1,551.7	2,377.0	1,737.0	1,769.5	1,934.3	2,086.2
Payout Ratio	(%)	44.2	40.2	42.3	44.1	47.8	50.0	50.0	50.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue breakdown									
Thai patients	(%)	91.7	86.9	86.3	83.0	74.2	72.3	69.5	67.0
International patients	(%)	8.3	13.1	13.7	17.0	25.8	27.7	30.5	33.0

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Total revenue	(Btmn)	1,084	1,226	1,255	1,239	1,277	1,364	1,397	1,284
Cost of goods sold	(Btmn)	733	781	817	785	812	866	884	831
Gross profit	(Btmn)	350	445	439	454	465	498	513	453
SG&A	(Btmn)	204	212	240	227	268	270	267	249
Other income	(Btmn)	26	25	36	26	34	33	24	28
Interest expense	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	(Btmn)	173	258	234	253	230	261	269	231
Corporate tax	(Btmn)	34	50	28	52	48	37	52	47
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Core profit	(Btmn)	139	208	207	200	182	223	217	185
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	139	208	207	200	182	223	217	185
EBITDA	(Btmn)	246	339	313	329	307	340	352	316
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.18	0.26	0.26	0.25	0.23	0.28	0.28	0.23
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.18	0.26	0.26	0.25	0.23	0.28	0.28	0.23

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Total current assets	(Btmn)	2,222	2,589	2,658	2,991	3,005	3,408	3,363	3,567
Total fixed assets	(Btmn)	3,184	3,180	3,194	3,170	3,183	3,236	3,334	3,408
Total assets	(Btmn)	5,946	6,317	6,399	6,611	6,648	6,970	7,027	7,282
Total loans	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Total current liabilities	(Btmn)	599	759	758	761	809	883	880	946
Total long-term liabilities	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Total liabilities	(Btmn)	804	967	961	972	1,023	1,154	1,152	1,222
Paid-up capital	(Btmn)	786	786	786	786	786	786	786	786
Total equity	(Btmn)	5,142	5,350	5,439	5,639	5,624	5,816	5,876	6,060
BVPS (Bt)	(Bt)	6.54	6.80	6.92	7.17	7.15	7.40	7.47	7.71

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Core Profit	(Btmn)	139	208	207	200	182	223	217	185
Depreciation and amortization	(Btmn)	73	80	78	76	76	79	82	84
Operating cash flow	(Btmn)	218	361	215	303	308	218	160	169
Investing cash flow	(Btmn)	(34)	(617)	(405)	(284)	289	364	(733)	175
Financing cash flow	(Btmn)	(235)	(3)	(118)	(2)	(197)	(3)	(157)	(4)
Net cash flow	(Btmn)	(51)	(259)	(308)	16	400	580	(730)	340

Key Financial Ratios

FY December 31		2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Gross margin	(%)	32.3	36.3	34.9	36.7	36.4	36.5	36.7	35.3
Operating margin	(%)	13.5	19.0	15.8	18.3	15.4	16.7	17.6	15.9
EBITDA margin	(%)	22.2	27.1	24.2	26.0	23.4	24.3	24.8	24.1
EBIT margin	(%)	15.9	21.1	18.7	20.4	18.1	19.1	19.3	18.0
Net profit margin	(%)	12.8	17.0	16.5	16.2	14.3	16.4	15.5	14.4
ROE	(%)	12.1	13.2	13.6	14.7	14.2	14.5	14.5	12.6
ROA	(%)	10.4	11.2	11.6	12.7	12.1	12.2	12.3	10.6
Net D/E	(x)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage	(x)	1,835.0	2,970.1	3,447.4	4,057.5	2,579.5	1,191.8	1,261.0	1,112.2
Debt service coverage	(x)	1,835.0	2,970.1	3,447.4	4,057.5	2,579.5	1,191.8	1,261.0	1,112.2

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Revenue breakdown									
Thai patients	(%)	84.9	82.4	80.4	75.5	73.3	72.0	76.1	74.1
International patients	(%)	15.1	17.6	19.6	24.5	26.7	28.0	23.9	25.9

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์ PR9 ด้วยคำแนะนำ **OUTPERFORM** โดยให้ราคาเป้าหมายกลางปี 2570 อิงวิธี DCF ที่ 23 บาท ซึ่งมีอเพอร์เรต 36% จากราคาปิดล่าสุด เรามองเห็นปัจจัยสนับสนุนการลงทุนที่สำคัญ 3 ประการ ได้แก่ : 1) สถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ-อิหร่านที่คลี่คลายลงจะช่วยสนับสนุนอุปสงค์ที่อื่นไว้ (pent-up demand) จากกลุ่มผู้ป่วยตะวันออกกลาง (9% ของรายได้) ใน 2H69; 2) เราคาดว่า 2Q69 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ โดยกำไรจะกลับมาอยู่ในทิศทางขาขึ้นใน 2H69 และจะเติบโต 11% ในปี 2570; และ 3) ความคาดหวังของตลาดที่อยู่ในระดับต่ำสะท้อนผ่าน valuation ที่ต่ำกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน ซึ่งแสดงถึง risk/reward ที่น่าสนใจ และเป็นจุดเข้าซื้อที่ดีสำหรับ PR9

1. สัญญาณที่ดีจากสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ-อิหร่านที่คลี่คลายลงจะช่วยสนับสนุนอุปสงค์ที่อื่นไว้จากผู้ป่วยตะวันออกกลาง ควบคู่กับบริการผู้ป่วยต่างชาติที่ปรับตัวดีขึ้นใน 2H69

PR9 มีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติอยู่ที่ 26% ของรายได้รวมในปี 2568 และ 1Q69 โดยผู้ป่วยตะวันออกกลางเป็นกลุ่มหลัก คิดเป็น 9% ของรายได้รวม ซึ่งส่วนใหญ่มาจากประเทศกาตาร์ ทั้งนี้ ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา PR9 จัดอยู่ในอันดับที่สามในแง่ของสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติ รองจาก BH (66%) และ BDMS (28%) และอยู่ในอันดับที่สองในแง่ของสัดส่วนรายได้จากตะวันออกกลาง รองจาก BH (24%) สำหรับ 2Q69 เราคาดว่าผลกระทบจากสงครามสหรัฐฯ-อิหร่าน ซึ่งเริ่มขึ้นในช่วงปลายเดือนก.พ. จะปรากฏชัดเจนมากขึ้น ส่งผลให้การเติบโตของรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติของ PR9 มีแนวโน้มชะลอตัวลงมาอยู่ที่ 5% YoY ใน 2Q69 จากที่เติบโต 10% YoY ใน 1Q69 อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ที่แข็งแกร่งจากตลาดเมียนมา (คิดเป็น 5% ของรายได้รวม) น่าจะช่วยชดเชยการชะลอตัวของรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติในส่วนนี้ได้บ้าง

เราคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งของรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติใน 2H69 โดยได้แรงหนุนจากอุปสงค์ที่อื่นไว้จากผู้ป่วยตะวันออกกลางหลังจากมีสัญญาณที่ดีจากสถานการณ์ความขัดแย้งที่คลี่คลายลง และสายการบินหลักในตะวันออกกลางเพิ่มความถี่ของเที่ยวบินกลับสู่ระดับก่อนสงคราม ทั้งนี้ PR9 เริ่มเห็นสัญญาณของผู้ป่วยตะวันออกกลางที่กลับมาใช้บริการ โดยมีจำนวนการนัดหมายที่เพิ่มขึ้น ในระยะถัดไป การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกหลังสงครามจะเป็นแรงหนุนสำคัญที่ช่วยให้อายุของผู้ป่วยต่างชาติและผู้ป่วยตะวันออกกลางเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง โดย IMF (อ้างอิงจากรายงาน World Economic Outlook: Global Economy in the Shadow of War ในเดือนเม.ย. 2569) คาดการณ์การเติบโตของ GDP โลกไว้ที่ 3.1% ในปี 2569 และ 3.2% ในปี 2570 ขณะที่คาดว่า GDP ของภูมิภาคตะวันออกกลางและเอเชียกลางจะเติบโต 1.9% ในปี 2569 และ 4.6% ในปี 2570 ทั้งนี้ การฟื้นตัวที่แข็งแกร่งนี้ตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่าความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ยังคงอยู่ในวงจำกัดและค่อยๆ คลี่คลายลง ซึ่งจะช่วยให้การผลิตพลังงานและระบบโลจิสติกส์กลับสู่ภาวะปกติ

เราเชื่อว่าบริการผู้ป่วยต่างชาติที่เติบโตมากขึ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้รายได้ของ PR9 เติบโต เราคาดการณ์ว่ารายได้จากผู้ป่วยต่างชาติจะเติบโต 12% YoY ในปี 2569 และ 17% YoY ในปี 2570 ในขณะที่รายได้จากผู้ป่วยไทยจะค่อนข้างทรงตัว ซึ่งจะส่งผลให้สัดส่วนรายได้จากบริการผู้ป่วยต่างชาติเพิ่มขึ้นจาก 26% ในปี 2568 เป็น 28% ในปี 2569 และ 31% ในปี 2570 โดยเราคาดการณ์การเติบโตของรายได้รวมของ PR9 ไว้ที่ 4% ในปี 2569 และ 7% ในปี 2570

Figure 1: PR9 จัดอยู่ในอันดับที่สามในแง่ของสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติ รองจาก BH (66%) และ BDMS (28%) และอยู่ในอันดับที่สองในแง่ของสัดส่วนรายได้จากตะวันออกกลาง รองจาก BH (24%)

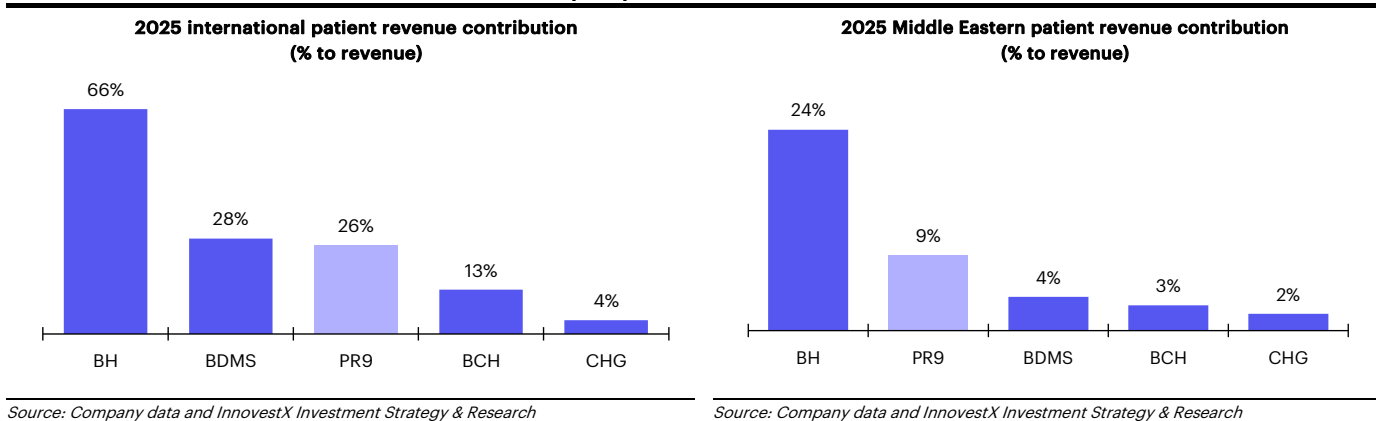
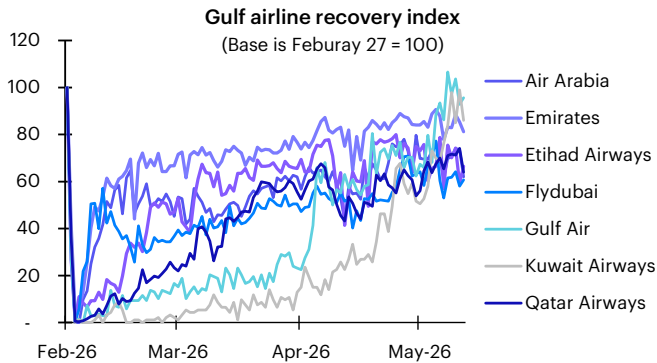
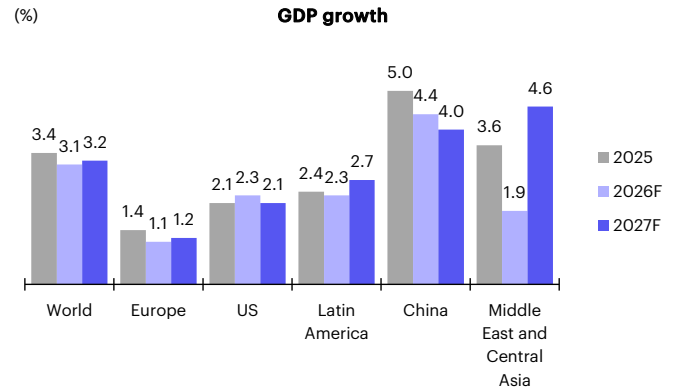


Figure 2: สายการบินในตะวันออกกลางมีแนวโน้มเพิ่มความถี่เที่ยวบินกลับสู่ระดับก่อนเกิดสงคราม



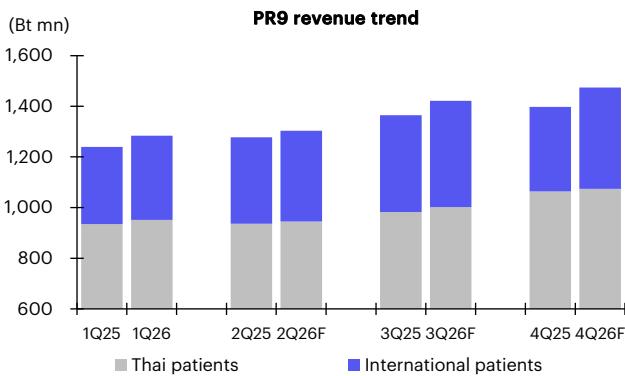
Source: Flightradar24 and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 3: IMF คาดการณ์เศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจตะวันออกกลางจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2570



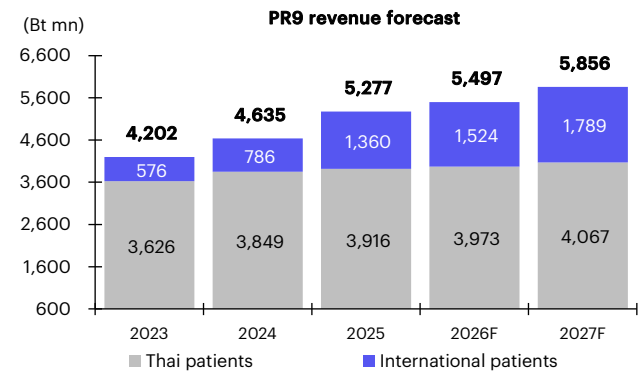
Source: IMF and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 4: เราคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งขึ้นของรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติ และส่งผลต่อเนื่องให้รายได้รวมปรับตัวดีขึ้นใน 2H69



Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 5: ประมาณการรายได้ของ PR9: เติบโต 4% ในปี 2569 และเติบโต 7% ในปี 2570



Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

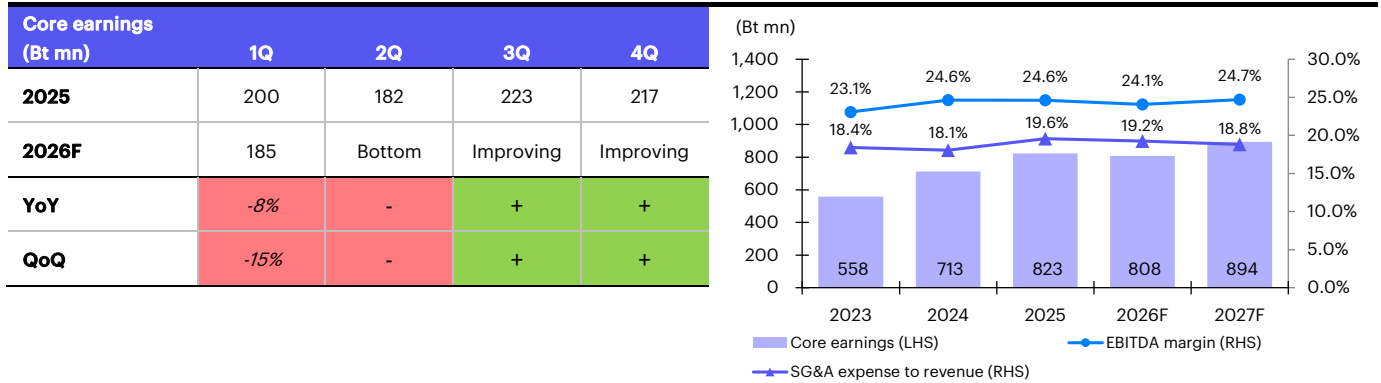
2. 2Q69 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ โดยกำไรจะกลับมาอยู่ในทิศทางขาขึ้นใน 2H69 และเติบโต 11% ในปี 2570

ในปี 2568 PR9 ดำเนินกลยุทธ์เชิงรุกเพื่อขยายฐานผู้ป่วยต่างชาติอย่างชัดเจน ส่งผลให้รายได้ของผู้ป่วยต่างชาติเติบโต 73% YoY และทำให้สัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติเพิ่มขึ้นจาก 17% ในปี 2567 เป็น 26% ในปี 2568 อย่างไรก็ตาม การเติบโตดังกล่าวมาพร้อมกับค่าใช้จ่าย SG&A ที่เพิ่มขึ้น 23% YoY ซึ่งรวมถึงค่าใช้จ่ายด้านการตลาด ส่งผลให้สัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้เพิ่มขึ้นจาก 18.1% ในปี 2567 เป็น 19.6% ในปี 2568 ทำให้ EBITDA margin ทรงตัวอยู่ที่ 24.6% ในปี 2568 แม้ว่ารายได้จะเติบโตก็ตาม ทั้งนี้ EBITDA margin ปรับลดลงมาอยู่ที่ 24.1% ใน 1Q69 จาก 26.0% ใน 1Q68 และเราคาดว่า EBITDA margin จะลดลงอย่างต่อเนื่องใน 2Q69 เนื่องจากได้รับแรงกดดันจากแนวโน้มการเติบโตของรายได้ที่ชะลอตัว

เราเชื่อว่ากำไรปกติของ PR9 จะทำจุดต่ำสุดใน 2Q69 และปัจจัยบวกจากทั้งด้านรายได้และต้นทุนจะช่วยผลักดันให้ EBITDA margin ขยายตัว และกำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 2H69 และปี 2570 เราคาดการณ์กำไรปกติปี 2569 ของ PR9 ที่ 808 ลบ. ลดลง 2% YoY โดยหลักๆ การฟื้นตัวจะเกิดขึ้นใน 2H69 และกำไรจะกลับมาอยู่ในทิศทางขาขึ้นในปี 2570 โดยจะเพิ่มขึ้น 11% YoY มาอยู่ที่ 894 ลบ.

กลยุทธ์ด้านรายได้และต้นทุน: นอกเหนือจากรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติที่คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นแล้ว PR9 กำลังขยายบริการทางการแพทย์ที่มีมาร์จิ้นสูงและมีความซับซ้อนสูง ได้แก่ การเปิดให้บริการล้างไตทางช่องท้องด้วยเครื่องอัตโนมัติ (Automated Peritoneal Dialysis: APD), ระบบหุ่นยนต์ช่วยผ่าตัด da Vinci Xi, เครื่องฉีดสีสวนหลอดเลือด 2 ระนาบ (biplane angiography) และการติดตั้งเครื่องปรับความดันบรรยากาศสูง ในด้านการบริหารจัดการ ต้นทุนหลังเกิดสงครามสหรัฐ-อิหร่าน PR9 ได้ดำเนินการมาตรการควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวดและปรับแผนการลงทุน (CAPEX) ให้สอดคล้องกับแนวโน้มรายได้ในปัจจุบัน โดยได้เลื่อนแผนขยายจำนวนเตียงอีก 20 เตียงออกไปเป็นปี 2570 ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุนในระยะสั้นได้ ทั้งนี้ ในระยะข้างหน้าเราคาดว่ารายได้ของผู้ป่วยต่างชาติ SG&A จะเข้าสู่ระดับปกติแทนที่จะเร่งตัวขึ้น เนื่องจากเรามองว่าช่วงที่ต้องใช้งบสูงเพื่อสร้างฐานผู้ป่วยต่างชาติได้ผ่านไปแล้ว ซึ่งจะส่งผลทำให้ค่าใช้จ่ายในการเพิ่มผู้ป่วยต่างชาติใหม่ลดลง และช่วยสนับสนุนให้เกิดประโยชน์ operating leverage คือการขยายของอัตรากำไร

Figure 6: เราเชื่อว่ากำไรปกติของ PR9 จะทำจุดต่ำสุดใน 2Q69 ปัจจัยบวกจากทั้งด้านรายได้และต้นทุนจะช่วยผลักดันให้ EBITDA margin ขยายตัว และกำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 2H69 และปี 2570



3. ความคาดหวังของตลาดที่อยู่ในระดับต่ำสะท้อน risk/reward ที่น่าสนใจ

ตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบัน ดัชนีกลุ่มการแพทย์ (SETHEALTH) ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.3% underperform SET ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 23% ทั้งนี้เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มที่เกี่ยวข้องซึ่งมีลักษณะพึ่งพาอุปสงค์จากต่างประเทศเช่นเดียวกันและคาดว่าจะได้รับประโยชน์จากสถานการณ์สงครามที่คลี่คลายลง เราพบว่ากลุ่มการแพทย์ยังคงปรับตัวขึ้นช้ากว่านั้นตั้งแต่เกิดสงครามสหรัฐ-อิหร่าน หุ่นกลุ่มโรงพยาบาลฟื้นตัวขึ้นมาจากจุดต่ำสุด โดยหุ้นโรงพยาบาลที่เน้นผู้ป่วยไทย (RJH และ CHG) ปรับตัวขึ้นได้ดีกว่าหุ้นโรงพยาบาลที่เน้นผู้ป่วยต่างชาติ (BH, BDMS, PR9 และ BCH) โดยราคาหุ้น PR9 ฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดขึ้นมาบ้างแล้ว แต่ยังต่ำกว่าระดับก่อนสงครามอยู่ 13% ทั้งนี้ในกลุ่มโรงพยาบาลที่เน้นผู้ป่วยต่างชาติ PR9 มี valuation ต่ำที่สุด โดยซื้อขายที่ PE ปี 2569 ที่ 16.4 เท่า ใกล้เคียงกับระดับ -2SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต ซึ่งต่ำกว่า BH (20.1 เท่า) อยู่ 18%, ต่ำกว่า BCH (18.6 เท่า) อยู่ 12% และต่ำกว่า BDMS (17.5 เท่า) อยู่ 6% ดังนั้น เราเชื่อว่าความคาดหวังของตลาดที่มีต่อ PR9 ในปัจจุบันยังคงอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเทียบกับแนวโน้มการดำเนินงานและกำไรที่คาดว่าจะทำจุดต่ำสุดใน 2Q69 และมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นใน 2H69 และปี 2570 เรามองว่า risk/reward ที่น่าสนใจเมื่อเทียบกับหุ้นกลุ่มเดียวกันสะท้อนถึงจุดเข้าซื้อที่ดีสำหรับ PR9

Figure 7: Performance รายกลุ่มอุตสาหกรรม YTD - กลุ่มการแพทย์ยังปรับตัวขึ้นช้า

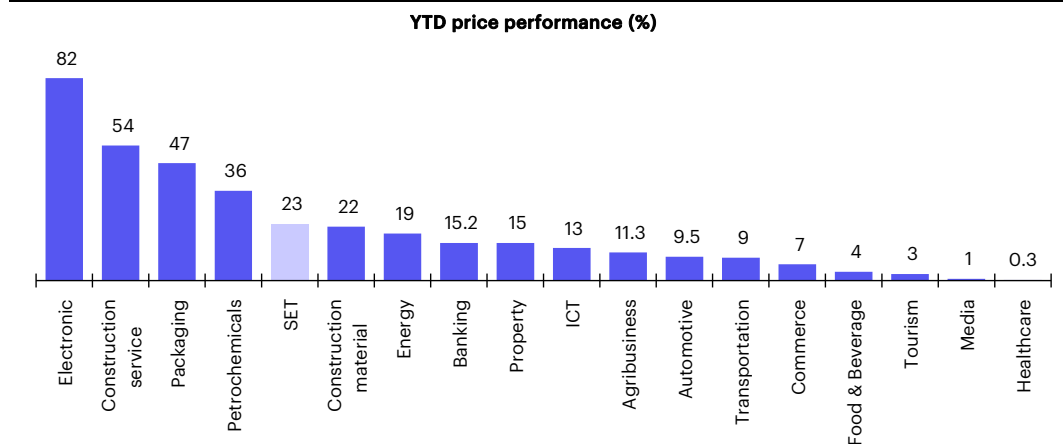
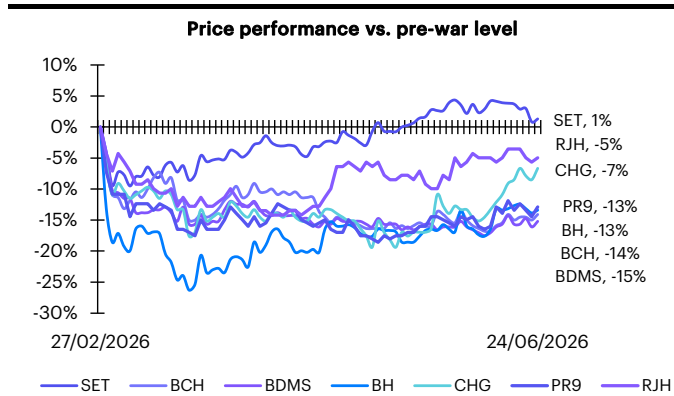
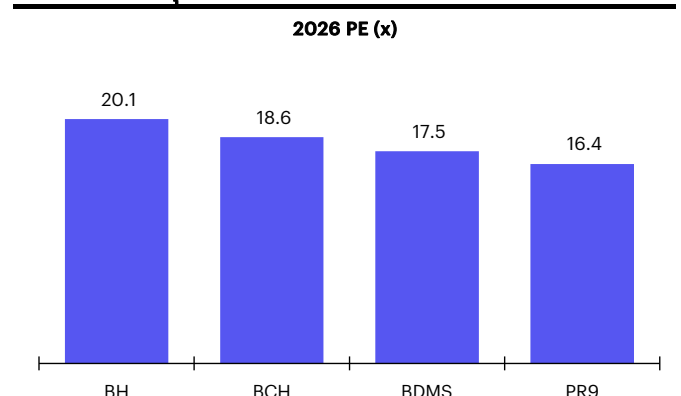


Figure 8: แนวโน้มราคาหุ้นหลังเกิดสงครามสหรัฐ-อิหร่าน



Source: SET and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 9: ในกลุ่มโรงพยาบาลที่เน้นผู้ป่วยต่างชาติ PR9 มี valuation ต่ำที่สุด



Source: SET and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 10: กลุ่มการแพทย์: เปรียบเทียบอัตราการเติบโตของกำไรปกติ

	2568	2569F	2570F	เติบโต	2568	2569F	2570F	ปัจจัยขับเคลื่อน	ประเด็นสำคัญที่ต้องติดตาม
BCH	1,291	1,264	1,366	-13.1%	-2.1%	8.1%		- การยกระดับศักยภาพโรงพยาบาล/แบรนด์ - อ็อปโตจากการปรับขึ้นค่ารักษาพยาบาล ประกันสังคม	การระดมทุนในช่วงแรกจากโรงพยาบาลใหม่ที่มีกำหนดเปิดในปี 2570-2571
BDMS	16,187	16,714	18,114	1.3%	3.3%	8.4%		- รายได้ฟื้นตัวดีขึ้นใน 2H69 - การขยายธุรกิจ growth engine ใหม่ เช่น WellEra (โครงการ mixed-use เน้น wellness)	การดำเนินงานโครงการ WellEra
BH	7,526	7,282	7,286	-3.2%	-3.2%	0.1%		- การฟื้นตัวของบริการผู้ป่วยต่างชาติ - การขยายสู่ภูเก็ต ซึ่งเป็นพื้นที่ที่มีศักยภาพในการเติบโต	การระดมทุนในช่วงแรกจากโรงพยาบาลใหม่ที่มีกำหนดเปิดในปี 2H70
CHG	929	945	997	-14.9%	1.7%	5.4%		- การเพิ่มบริการทางการแพทย์ เช่น การคุมกำเนิด และวิตามิน - อ็อปโตจากการปรับขึ้นค่ารักษาพยาบาล ประกันสังคม	การระดมทุนในช่วงแรกจากโรงพยาบาลใหม่ที่มีกำหนดเปิดในปี 2570
PR9	823	808	894	15.4%	-1.8%	10.6%		- การฟื้นตัวของบริการผู้ป่วยต่างชาติ - การเพิ่มขึ้นของ EBITDA margin - การดำเนินงานโรงพยาบาลใหม่ปรับตัวดีขึ้น - อ็อปโตจากการปรับขึ้นค่ารักษาพยาบาล ประกันสังคม	- โครงสร้างธุรกิจโรงพยาบาล Standalone อาจจำกัดการเติบโตระยะยาว - การระดมทุนของรายได้จากบริการประกันสังคม
RJH	295	399	395	-47.3%	35.1%	-1.0%			

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

กลยุทธ์การเติบโตของ PR9: มุ่งเน้นความเชี่ยวชาญทางการแพทย์ที่มีความซับซ้อนสูง

PR9 ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนแบบ standalone แห่งเดียวภายใต้ชื่อ “โรงพยาบาลพระรามเก้า” ซึ่งเป็นโรงพยาบาลระดับตติยภูมิที่ทันสมัย โดยมีเตียงรองรับผู้ป่วย 204 เตียง PR9 ดำเนินกลยุทธ์ตามมาตรฐานสากลเพื่อตอบสนองความต้องการด้านความเชี่ยวชาญทางการแพทย์ที่มีความซับซ้อนสูง โดยยกระดับศูนย์การแพทย์เฉพาะทางให้เป็นศูนย์ความเป็นเลิศ 5 แห่ง ได้แก่ 1) สถาบันโรคไตและเปลี่ยนไต 2) สถาบันหัวใจและหลอดเลือด 3) ศูนย์สมองและระบบประสาท 4) ศูนย์กระดูกและข้อ และ 5) ศูนย์การผ่าตัดผ่านกล้องแผลเล็ก (MIS) โดยศูนย์ทั้ง 5 แห่งนี้สร้างรายได้รวมมากกว่า 50% ของรายได้ทั้งหมดของโรงพยาบาล โรงพยาบาลพระรามเก้า ได้รับการรับรองมาตรฐานจาก Joint Commission International (JCI) ของสหรัฐอเมริกา และได้รับการรับรองมาตรฐานการดูแลผู้ป่วยเฉพาะโรค (Clinical Care Program Certification: CCPC) จาก JCI สำหรับโปรแกรมหลัก 2 โปรแกรม ได้แก่ การเปลี่ยนไต และการดูแลผู้ป่วยเบาหวาน ในปี 2569 PR9 ยังคงเดินหน้าเสริมความแข็งแกร่งให้กับบริการทางการแพทย์เฉพาะทาง ได้แก่ การเปิดให้บริการล้างไตทางช่องท้องด้วยเครื่องอัตโนมัติ (Automated Peritoneal Dialysis: APD), ระบบหุ่นยนต์ช่วยผ่าตัด da Vinci Xi, เครื่องฉีดสีสวนหลอดเลือด 2 ระนาบ (biplane angiography) และการติดตั้งเครื่องปรับความดันบรรยากาศสูง

Figure 11: โรงพยาบาลพระรามเก้า เดินหน้าเสริมความแข็งแกร่งให้กับบริการทางการแพทย์เฉพาะทางอย่างต่อเนื่อง



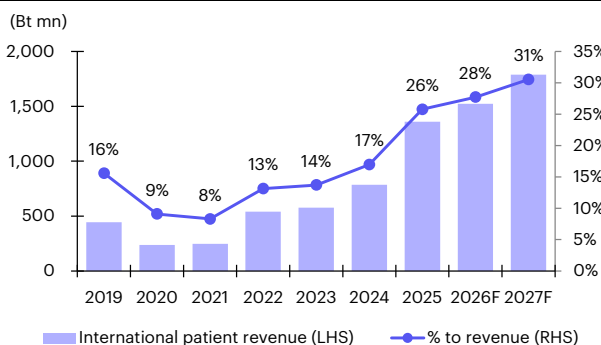
Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

สัดส่วนผู้ป่วย: ผู้ป่วยเงินสด (self-pay) และการมุ่งเน้นขยายตลาดผู้ป่วยต่างชาติ

ฐานผู้ป่วยของ PR9 ประกอบด้วยกลุ่มผู้ป่วยเงินสด (self-pay) และกลุ่มผู้ป่วยประกันสุขภาพเอกชน ในปี 2568 PR9 มุ่งเน้นเร่งการเติบโตในกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติผ่านการจัดตั้งทีมการตลาดต่างประเทศและหน่วยงานดูแลผู้ป่วยต่างชาติโดยเฉพาะ เพื่อบริหารจัดการผู้ป่วยต่างชาติอย่างเป็นระบบและสร้างความร่วมมือในระดับสากล ความสำเร็จดังกล่าวสะท้อนผ่านรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติที่เติบโต 73% YoY และคิดเป็นสัดส่วน 26% ของรายได้รวม เพิ่มขึ้นจาก 17% ในปี 2567

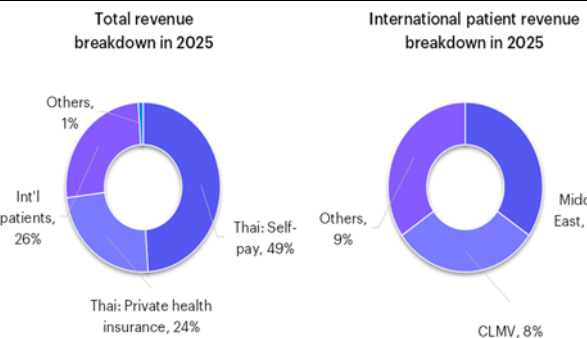
ตลาดตะวันออกกลางถือเป็นกลุ่มเป้าหมายหลัก (9% ของรายได้) โดย PR9 ได้จัดตั้งศูนย์บริการผู้ป่วยต่างชาติเพื่อดูแลตั้งแต่การประสานงาน การนัดหมาย จนถึงติดตามผลหลังการรักษา นอกจากนี้ โรงพยาบาลยังได้จัดตั้งหอผู้ป่วยเฉพาะสำหรับชาวอาหรับ และดำเนินกลยุทธ์การตลาดเชิงรุกผ่านช่องทางสถานทูต อีกทั้งยังใช้กลยุทธ์แบบ B2B โดยลงนาม MOU กับบริษัทประกันชั้นนำ เช่น AI Koot จากกาตาร์ เพื่อให้บริการแบบ cashless แก่พนักงานสายการบินและบริษัทน้ำมันรายใหญ่ ซึ่งสามารถผลักดันการเติบโตจากตลาดกาตาร์ซึ่งเป็นตลาดหลักของ PR9 ได้อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ PR9 ยังให้ความสำคัญกับภูมิภาค CLMV (8% ของรายได้) โดยเฉพาะเมียนมา (5% ของรายได้) ผ่านการส่งทีมแพทย์ไปให้คำปรึกษาเชิงรุกและคัดกรองผู้ป่วยที่มีความซับซ้อนเพื่อส่งต่อเข้ามารักษาในประเทศไทย ขณะเดียวกัน PR9 ยังอยู่ระหว่างการขยายฐานผู้ป่วยไปยังตลาดต่างประเทศใหม่ ได้แก่ สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ ซาอุดีอาระเบีย บังกลาเทศ ออสเตรเลีย และอินโดนีเซีย

Figure 12: PR9 มุ่งเน้นการขยายตลาดต่างประเทศ



Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 13: โครงสร้างรายได้

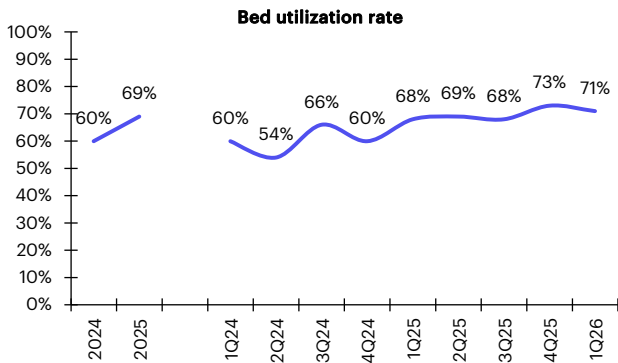


Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

โรงพยาบาล Standalone ที่มีพื้นที่สำหรับการขยายกำลังการให้บริการ

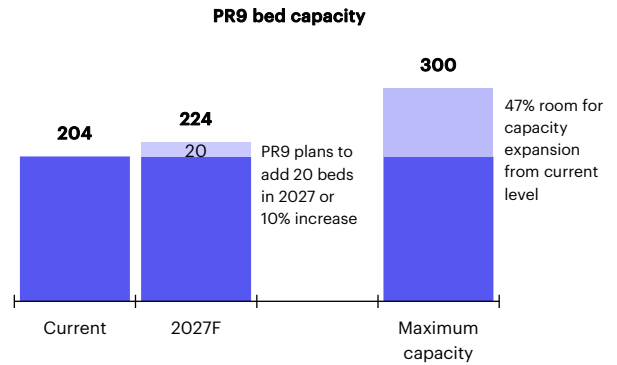
เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทในกลุ่มเดียวกัน PR9 ดำเนินธุรกิจในรูปแบบโรงพยาบาล Standalone ที่เน้นการขยายการให้บริการภายในพื้นที่ที่มีอยู่เดิม ในขณะที่คู่แข่งรายอื่นขยายกิจการไปยังพื้นที่ใหม่ๆ (เช่น BH และ RJH) หรือดำเนินธุรกิจในรูปแบบเครือข่ายโรงพยาบาล (เช่น BDMS, BCH และ CHG) เราไม่คิดว่าโครงสร้างธุรกิจนี้จะจำกัดการเติบโตในระยะยาวของ PR9 เนื่องจากโครงสร้างของ *โรงพยาบาลพระรามเก้า* สามารถรองรับจำนวนเตียงได้สูงสุดถึง 300 เตียง ซึ่งยังคงมีพื้นที่สำหรับการขยายกำลังการให้บริการอีก 47% โดยอัตราการครองเตียงอยู่ในระดับสูงที่ 69% ในปี 2568 และ 71% ใน 1Q69 PR9 มีแผนที่จะเพิ่มจำนวนเตียงอีก 20 เตียง ทั้งในส่วนของหอผู้ป่วยทั่วไปและห้อง ICU (เพิ่มขึ้น 10% จากปัจจุบันที่มี 204 เตียง) เพื่อรองรับจำนวนผู้ป่วยต่างชาติที่เพิ่มขึ้น โดยคาดว่าจะเริ่มเปิดให้บริการได้ในปี 2570

Figure 14: อัตราการครองเตียงอยู่ในระดับสูงที่ 69% ในปี 2568 และ 71% ใน 1Q69



Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 15: PR9 มีพื้นที่เหลือสำหรับการขยายกำลังการให้บริการ



Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

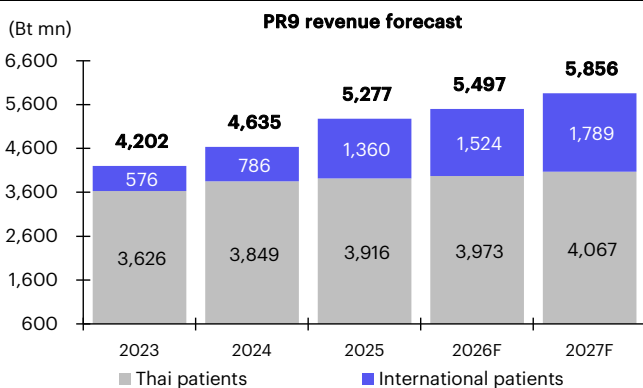
แนวโน้มกำไร

2Q69 จะเป็นจุดต่ำสุด กำไรจะกลับมาอยู่ในทิศทางขาขึ้นใน 2H69 และปี 2570 เราคาดการณ์กำไรปกติปี 2569 ของ PR9 ที่ 808 ลบ. ลดลง 2% YoY โดยหลักๆ การฟื้นตัวจะเกิดขึ้นใน 2H69 และกำไรจะกลับมาอยู่ในทิศทางขาขึ้นในปี 2570 โดยจะเพิ่มขึ้น 11% YoY มาอยู่ที่ 894 ลบ.

เราคาดการณ์การเติบโตของรายได้รวมที่ 4% ในปี 2569 และ 7% ในปี 2570 โดยมีปัจจัยขับเคลื่อนหลักจากรายได้ผู้ป่วยต่างชาติ ซึ่งเราคาดว่าจะขยายตัว 12% YoY ในปี 2569 และ 17% YoY ในปี 2570 โดยได้รับแรงหนุนจากการปลดล็อกอุปสงค์ที่อันไว้จากผู้ป่วยตะวันตก การขยายบริการสู่การรักษายาบาลที่มีความซับซ้อนสูง และการเพิ่มจำนวนเตียงในอนาคต ในขณะที่กลุ่มผู้ป่วยไทยจะมีแนวโน้มทรงตัว โดยรายได้จากผู้ป่วยไทยจะเติบโต 1% ในปี 2569 และ 2% ในปี 2570

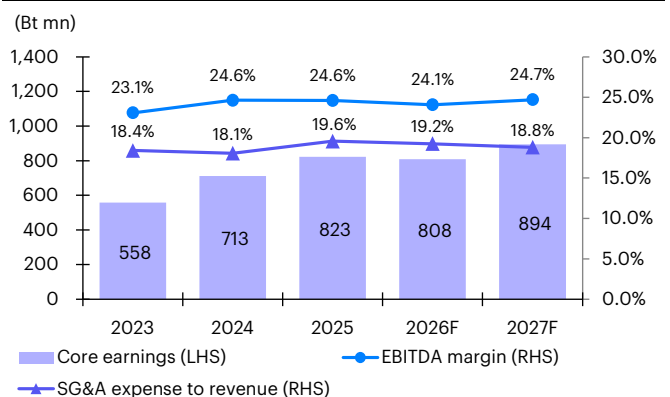
ในด้านความสามารถในการทำกำไร เราคาดว่า EBITDA margin ปี 2569 จะอยู่ที่ 24.1% โดยจะเห็นการขยายตัวอย่างชัดเจนในช่วงครึ่งหลังของปี และจะเพิ่มขึ้นเป็น 24.7% ในปี 2570 โดยได้รับแรงหนุนจากการเติบโตของรายได้และ operating leverage ที่ดีขึ้น เนื่องจากการเติบโตของค่าใช้จ่าย SG&A จะกลับสู่ระดับปกติหลังจากผ่านช่วงที่มีใช้สูงเพื่อสร้างฐานผู้ป่วยต่างชาติไปแล้ว ส่งผลให้เราคาดว่าอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้จะปรับตัวดีขึ้นจาก 19.2% ในปี 2569 มาอยู่ที่ 18.8% ในปี 2570 นอกจากนี้ งบดุลของ PR9 ยังคงแข็งแกร่งจากสถานะเงินสดสุทธิ

Figure 16: ประมาณการรายได้



Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 17: ประมาณการอัตราเติบโตของกำไร

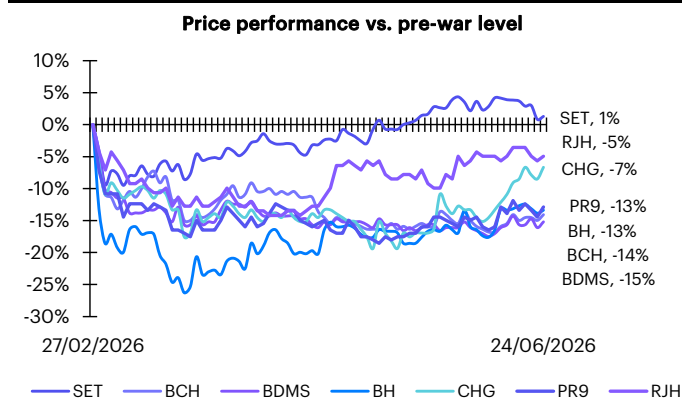


Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์ PR9 ด้วยคำแนะนำ OUTPERFORM โดยให้ราคาเป้าหมายกลางปี 2570 อิงวิธี DCF ที่ 23 บาท ซึ่งมีอัตรากำไร 36% จากราคาปิดล่าสุด

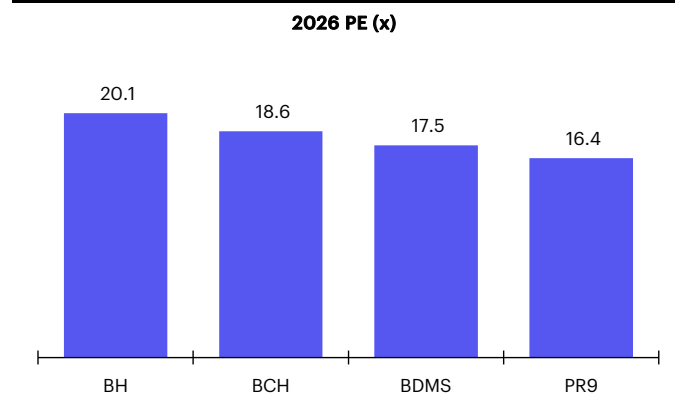
ราคาเป้าหมายกลางปี 2570 ที่ 23 บาทของเราได้มาจากการประเมินมูลค่าด้วยวิธี DCF โดยอิงกับ WACC ที่ 7.7% และอัตราการเติบโตระยะยาวที่ 2.5% ทั้งนี้นับตั้งแต่เกิดสงครามสหรัฐ-อิหร่าน หุ้นกลุ่มโรงพยาบาลฟื้นตัวขึ้นมาจากจุดต่ำสุดแล้ว โดยหุ้นโรงพยาบาลที่เน้นผู้ป่วยไทย (RJH และ CHG) ปรับตัวขึ้นได้ดีกว่าหุ้นโรงพยาบาลที่เน้นผู้ป่วยต่างชาติ (BH, BDMS, PR9 และ BCH) โดยแม้ราคาหุ้น PR9 ฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดขึ้นมาบ้างแล้ว แต่ยังคงต่ำกว่าระดับก่อนสงครามอยู่ 13% ทั้งนี้ในกลุ่มโรงพยาบาลที่เน้นผู้ป่วยต่างชาติ PR9 มี valuation ต่ำที่สุด โดยซื้อขายที่ PE ปี 2569 ที่ 16.4 เท่า ใกล้เคียงกับระดับ -2SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต ซึ่งต่ำกว่า BH (20.1 เท่า) อยู่ 18%, ต่ำกว่า BCH (18.6 เท่า) อยู่ 12% และต่ำกว่า BDMS (17.5 เท่า) อยู่ 6% ดังนั้น เราเชื่อว่าความคาดหวังของตลาดที่มีต่อ PR9 ในปัจจุบันยังคงอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเทียบกับแนวโน้มรายได้, EBITDA margin และกำไรที่คาดว่าจะทำจุดต่ำสุดใน 2Q69 และมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นใน 2H69 และปี 2570 เรามองว่า risk/reward ที่น่าสนใจเมื่อเทียบกับหุ้นกลุ่มเดียวกันสะท้อนถึงจุดเข้าซื้อที่ดีสำหรับ PR9

Figure 18: แนวโน้มราคาหุ้นหลังเกิดสงครามสหรัฐ-อิหร่าน



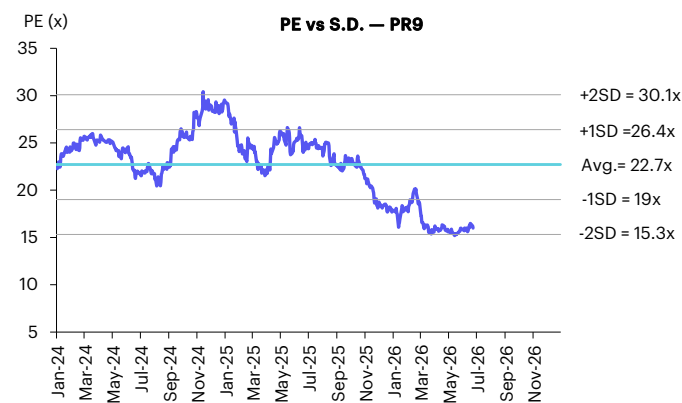
Source: SET and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 19: ในกลุ่มโรงพยาบาลที่เน้นผู้ป่วยต่างชาติ PR9 มี valuation ต่ำที่สุด



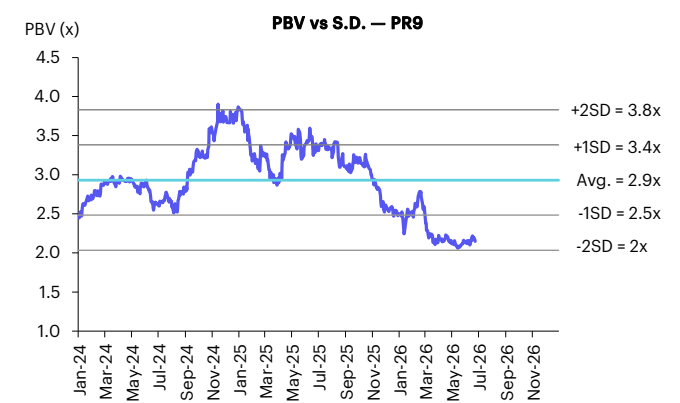
Source: SET and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 20: PE band ของ PR9



Source: SET and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 21: PB band ของ PR9



Source: SET and InnovestX Investment Strategy & Research

ความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

- ภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจส่งผลให้ลูกค้าชะลอการเข้ารับบริการทางการแพทย์ที่ไม่เร่งด่วน และส่งผลให้ผู้ป่วยต่างชาติไม่สะดวกในการเดินทางมารับการรักษากว่าประเทศไทย
- เมื่อพิจารณาเป็นรายประเทศ รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติกระจุกตัวอยู่ในประเทศกาตาร์ (9% ของรายได้) และเมียนมา (5% ของรายได้) ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของรายได้หากรายได้จากตลาดเหล่านี้ปรับตัวลดลง
- การแข่งขันที่รุนแรง โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายในกลุ่มโรงพยาบาลเอกชนในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล
- เรามองว่าความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) เป็นความเสี่ยงหลักด้าน ESG โดย PR9 ได้นำระบบประกันคุณภาพหลากหลายรูปแบบมาใช้เพื่อให้มั่นใจว่าผู้ป่วยจะได้รับการดูแลอย่างต่อเนื่องและปลอดภัย

Figure 22: กลุ่มการแพทย์: เปรียบเทียบรายหุ้น

	BCH	BDMS	BH	CHG	PR9	RJH
จำนวนโรงพยาบาล	15	60	1	10	1	4
จำนวนเตียง	2,323	9,300	580	938	204	439
ทำเลที่ตั้งสำคัญ	กรุงเทพฯ ปริมณฑล และต่างจังหวัด (เช่น สระบุรี, เชียงราย, นนทบุรี, ฉะเชิงเทรา, ปราจีนบุรี, สระแก้ว และเวียงจันทน์ สปป.ลาว)	เครือข่ายครอบคลุมทั่วประเทศไทยและกัมพูชา	ถนนสุขุมวิท กรุงเทพฯ	มีคมอุตสาหกรรมในไทย ใกล้สนามบินสุวรรณภูมิ ครอบคลุมจังหวัดสมุทรปราการ, ฉะเชิงเทรา, ระยอง, สระแก้ว และตาก	พระราม 9 / รัชดาภิเษก กรุงเทพฯ	จังหวัดพระนครศรีอยุธยาและสระบุรี
จุดแข็งหลัก	- โรงพยาบาลเอกชนชั้นนำด้านประกันสังคม มีจำนวนผู้ประกันตนลงทะเบียนใช้บริการมากกว่า 1 ล้านราย - ให้บริการทางการแพทย์ครบวงจร ตั้งแต่ระดับปฐมภูมิถึงตติยภูมิ ทั้งผู้ป่วยเงินสด (self-pay) และผู้ป่วยประกันสังคม	- เครือข่ายโรงพยาบาลเอกชนที่ใหญ่ที่สุดในไทย ใช้โมเดล Hub & Spoke เพื่อส่งต่อผู้ป่วยอย่างมีประสิทธิภาพ - ให้บริการดูแลสุขภาพครบวงจร ตั้งแต่เชิงป้องกัน (ธุรกิจ Wellness) จนถึงการรักษาและฟื้นฟู	- ผู้นำด้านการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ (Medical Tourism) โดยมีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติสูง - ได้รับการจัดอันดับระดับโลกและเชี่ยวชาญด้านการรักษาโรคซับซ้อน	- มีสถานะแข็งแกร่งและมีความสามารถในการแข่งขันสูงในโซนนิคมอุตสาหกรรม - ให้บริการทางการแพทย์ครบวงจร ทั้งผู้ป่วยเงินสด (self-pay) ประกันสังคม และหลักประกันสุขภาพถ้วนหน้า	- สถาบันชั้นนำและโดดเด่นด้านโรคไตและการเปลี่ยนไต - มุ่งเน้นการรักษาโรคซับซ้อนและขยายฐานผู้ป่วยต่างชาติ	- มีส่วนแบ่งตลาดผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมสูงสุดในจังหวัดอยุธยา - มุ่งเน้นกลุ่มผู้ป่วยไทยระดับกลาง
แผนการขยายธุรกิจในอนาคต	3,391-3,441 เตียง (ตั้งแต่ปี 2572) มุ่งเน้นการขยายเครือข่ายผ่านโรงพยาบาลแห่งใหม่ในพื้นที่ EEC ซึ่งมีกำหนดทยอยเปิดให้บริการในปี 2570-2571	9,600 เตียง (ตั้งแต่ปี 2573) มุ่งเน้นการขยายบริการภายในโรงพยาบาลเดิม สร้างศูนย์เฉพาะทาง เช่น Bangkok Proton Center และโครงการด้าน Wellness โดยเฉพาะโครงการ WellEra ซึ่งคาดว่าจะเปิดในปี 2573	792 เตียง (ตั้งแต่ปี 2570) โรงพยาบาลแห่งใหม่ในภูเก็ต ซึ่งมีกำหนดเปิดใน 2H70	1,700 เตียง (ตั้งแต่ปี 2572) โรงพยาบาลแห่งใหม่ในระยอง ซึ่งมีกำหนดเปิดในปี 2570 ควบคู่ไปกับการขยายโรงพยาบาลเดิม	224 เตียง (ปี 2570) มีแผนเพิ่มเตียง 20 เตียงในโรงพยาบาลเดิมในปี 2570 เพื่อรองรับผู้ป่วยต่างชาติ	439 เตียง ปัจจุบันยังไม่มีแผนการขยายเพิ่มเติม
สัดส่วนรายได้ปี 2568						
รายได้จากผู้ป่วยไทย	87%	72%	34%	96%	74%	100%
เงินสด (self-pay)	22%	34%	19%	44%	49%	30%
ประกันสุขภาพส่วนบุคคล	26%	32%	15%	25%	24%	25%
ประกันสังคม	35%	3%	0%	27%	0%	45%
อื่นๆ	4%	3%	0%	0%	1%	0%
รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติ	13%	28%	66%	4%	26%	<1%
ตะวันออกกลาง	3%	4%	24%	2%	9%	<1%
CLMV	6%	6%	11%	2%	8%	<1%
อื่นๆ	4%	16%	31%	0%	9%	<1%
อันดับ 1	เมียนมา 3%	สหรัฐฯ 2%	กาตาร์ 16%	เมียนมา 2%	กาตาร์ 9%	n.a.
อันดับ 2	สปป.ลาว 2%	จีน 2%	เมียนมา 8%	โอมาน 1%	เมียนมา 5%	n.a.
อันดับ 3	จีน 1%	เมียนมา 2%	สหรัฐฯ 7%	กาตาร์ 1%	จีน 4%	n.a.

Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 23: การเปรียบเทียบหุ้นโรงพยาบาลในตลาดภูมิภาค

Company name	Country	Mkt Cap (US\$ mn)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F
Bangkok Chain Hospital *	Thailand	705	18.6	17.3	16.6	(2.1)	8.1	3.7	1.8	1.7	1.7	4.6	4.9	5.1	8.8	9.4	9.6	7.8	7.3	7.1
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	8,743	17.5	16.1	15.0	3.3	8.4	7.7	2.7	2.6	2.4	4.3	4.6	5.0	14.9	15.5	16.1	10.7	9.8	9.1
Bumrungrad Hospital*	Thailand	4,386	20.1	20.1	18.8	(3.2)	0.1	7.0	5.0	4.5	4.0	2.6	2.6	2.8	23.9	23.2	22.2	13.3	12.8	11.7
Chularat Hospital*	Thailand	507	17.9	17.0	15.8	1.7	5.4	7.4	2.1	2.1	2.0	4.5	4.7	5.1	11.3	11.6	12.1	8.9	8.4	7.9
Rajthanee Hospital *	Thailand	118	10.1	10.2	9.7	35.1	(1.0)	5.2	1.7	1.6	1.5	6.0	5.9	6.2	15.5	14.3	14.1	8.1	6.9	6.5
Praram 9 Hospital *	Thailand	397	16.4	14.9	13.7	(1.8)	10.6	8.6	2.1	2.0	1.8	3.0	3.4	3.7	13.3	13.7	13.8	7.7	6.9	6.2
Ekachai Medical Care	Thailand	119	16.6	16.8	17.1	(7.3)	(1.0)	(1.7)	1.7	1.7	1.7	5.2	5.2	5.0	10.6	10.4	9.9	9.1	8.9	8.4
Average	Thailand		17.5	16.8	15.8	(1.8)	5.4	7.0	2.1	2.0	1.8	4.5	4.7	5.0	13.3	13.7	13.8	8.9	8.4	7.9
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	3,478	34.9	31.9	28.8	11.1	9.7	10.8	4.8	4.5	4.2	1.4	1.6	1.8	14.0	14.4	14.8	16.0	14.8	13.5
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	18,649	34.0	29.8	25.6	8.0	14.0	16.4	2.4	2.3	2.2	1.3	1.5	1.6	7.3	8.1	9.5	15.1	13.5	12.4
Raffles Medical Group	Singapore	1,311	23.7	22.0	19.3	2.4	7.7	14.3	1.6	1.6	1.5	3.4	3.4	3.5	6.9	7.3	8.0	10.6	10.1	9.3
Apollo Hospitals Enterpris	India	13,061	53.6	42.5	34.0	26.5	26.3	24.9	10.9	8.9	7.0	0.2	0.3	0.3	21.9	22.6	22.8	30.2	24.7	21.0
Ramsay Health Care	Australia	6,562	26.6	22.2	18.6	52.5	20.0	19.2	1.8	1.8	n.a	2.4	2.8	3.4	6.8	7.8	9.3	9.2	8.7	8.2
Ryman Healthcare	New Zealand	1,312	172.8	19.7	13.7	n.m.	n.m.	43.8	0.6	0.5	0.5	n.a	n.a	1.3	1.1	2.1	4.5	20.2	15.0	12.1
Average	Ex-Thailand		34.5	26.0	22.4	11.1	14.0	17.8	2.1	2.0	2.2	1.4	1.6	1.7	7.1	8.0	9.4	15.5	14.2	12.3
Average	Regional		35.6	21.6	19.0	10.5	9.0	12.9	3.0	2.7	2.5	3.2	3.4	3.4	12.0	12.3	12.8	12.8	11.4	10.3

Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Investment Strategy & Research

* INNV estimates

Figure 24: Valuation summary (price as of Jun 24, 2026)

Rating		Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F
BCH	Outperform	9.45	12.00	31.6	18.3	18.6	17.3	(13)	(2)	8	1.8	1.8	1.7	9	9	9	4.8	4.6	4.9	7.9	7.8	7.3
BDMS	Outperform	18.40	24.00	34.7	18.1	17.5	16.1	2	3	8	2.8	2.7	2.6	15	15	16	5.4	4.3	4.6	11.2	10.7	9.8
BH	Neutral	184.50	195.00	8.3	19.5	20.1	20.1	(3)	(3)	0	4.8	5.0	4.5	26	24	23	6.0	2.6	2.6	13.5	13.3	12.8
CHG	Outperform	1.54	1.90	27.8	18.2	17.9	17.0	(15)	2	5	2.2	2.1	2.1	11	11	12	4.5	4.5	4.7	8.8	8.9	8.4
PR9	Outperform	16.90	23.00	39.1	16.2	16.4	14.9	15	(2)	11	2.3	2.1	2.0	15	13	14	3.0	3.0	3.4	8.0	7.7	6.9
RJH	Neutral	13.40	14.40	13.4	13.6	10.1	10.2	(47)	35	(1)	1.9	1.7	1.6	12	16	14	4.5	6.0	5.9	9.3	8.1	6.9
Average					17.3	16.8	15.9	(10)	5	5	2.6	2.6	2.4	15	15	15	4.7	4.2	4.4	9.8	9.4	8.7

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 รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2025 Companies with CG Rating
Companies with Excellent CG Scoring**

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

Companies with Very Good CG Scoring

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

Companies with Good CG Scoring

AHC, AIE, AMANAH, AMR, ANI, APURE, ARIN, ARROW, ASIA, ASN, AYUD, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLAND, CAZ, CEN, CHAO, CHARAN*, CHAYO, CHIC, CHOTI, CI, CITY, CSP, CSS, CWT, DIMET*, DOD, DPAINT, DV8, EA*, EASON, ECF*, EFORL, FNS, FTE, GBX, GPI, GTB, GYT, IMH, IRCP, ITNS, IVF, JCK, KBS, KISS, KK, KWC, KWM, L&E, LDC, LEE, MCA, MEB, MEDEZE, MENA, MILL*, MITSIB, MK, MPJ, NAM, NATION, NCAP, NEX, NOVA, NPK, OGC, PACO, PANEL, PCE, PHG, PICO*, PIN, PIS, PLANET, POLY, PRAKIT, PRAPAT, PROEN, PROS, PTECH, PYLON, RAM, RJH, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, 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.

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

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง บัญชีกรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

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

2S, AAI, ACE, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BPS, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, 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, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MMM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NUD, NVR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSOG, 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.