

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 29.00

Upside : 14.9%

(From: Bt27.00)

20 NOVEMBER 2024

Small Cap Research

Praram 9 Hospital Pcl. (PR9 TB)

ผู้ป่วยตะวันออกกลางดีกว่าคาด

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ PR9 ขึ้น 6-7% ต่อปี ในปี 2024-26F เพื่อสะท้อนอัตรากำไรของผู้ป่วยตะวันออกกลางที่ดีกว่าคาด เนื่องจากปัจจัยผลักดันส่วนใหญ่ยังคงทำงานได้ดี เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" PR9" ราคาเป้าหมายสูงขึ้นที่ 29.0 บาท



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร แนะนำ "ซื้อ"

PR9 รายงานกำไร 3Q24 แข็งแกร่งมากที่ 208 ลบ. เพิ่มขึ้น 49% y-y และ 50% q-q กำไรที่ดีกว่าคาดมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่สูง และค่าใช้จ่าย SG&A ที่ต่ำ เนื่องจากรายได้จากการรักษาโรคร้ายแรงของผู้ป่วยตะวันออกกลางที่สูง และประโยชน์จากขนาด เราจึงปรับกำไรของเราขึ้น 6-7% ในปี 2024-26F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) เป็น 29.0 บาท จาก 27.0 บาท เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" PR9 ปัจจัยหลักขับเคลื่อนกำไรของ PR9 ส่วนใหญ่ยังคงทำงาน จำนวนผู้ป่วยมีการเติบโตแข็งแกร่ง PR9 เพิ่มแหล่งผู้ป่วยต่างชาติรายใหม่นอกจากตะวันออกกลางได้สำเร็จ อัตรากำไรเพิ่มขึ้นจากผู้ป่วยชาวต่างชาติ ศูนย์เฉพาะทางที่เพิ่มขึ้น และอัตราการให้บริการที่สูงขึ้น สำหรับมูลค่า PR9 ไม่แพงที่ PE ที่ 24.1 เท่า ในปี 2025F เทียบกับ EPS ที่เติบโต 29/15/10% ในปี 2024-26F

ประสบความสำเร็จในการเพิ่มผู้ป่วยชาวตะวันออกกลาง

นับตั้งแต่กลางปี PR9 ประสบความสำเร็จในการเพิ่มตะวันออกกลางเป็นผู้ป่วยชาติที่ 4 ต่อจากจีน เมียนมาร์ และกัมพูชา อัตราการเติบโตของรายได้ผู้ป่วยชาวต่างชาติเพิ่มขึ้นเป็น 42% y-y ใน 3Q24 จาก 24% y-y ใน 1H24 สัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยชาวต่างชาติเพิ่มขึ้นเป็น 17.6% ใน 3Q24 จาก 15.1% ใน 1H24 แม้ว่ารายได้ผู้ป่วยชาวไทยจะเพิ่มขึ้น 11% y-y ใน 3Q24 ก็ตาม เราคาดว่าจำนวนผู้ป่วยจะแข็งแกร่งต่อเนื่อง และคาดว่าจะรายได้จากผู้ป่วยชาวต่างชาติและชาวไทยจะเติบโต 30/19/13% และ 7/7/7% และในปี 2024-26F การรุกรตลาตตะวันออกกลางที่มากขึ้นของ PR9 ศูนย์เฉพาะทางที่เพิ่มขึ้น และการจัดจำแนกและส่งเสริมการขายที่เพิ่มขึ้น ล้วนเป็นแรงผลักดันจำนวนผู้ป่วยของ PR9 ที่สำคัญ

ผู้ป่วยตะวันออกกลางให้อัตรากำไรสูง

ผู้ป่วยตะวันออกกลางไม่เพียงแต่เพิ่มรายได้ของ PR9 แต่ยังเพิ่มอัตรากำไรด้วย ขนาดการรักษาต่อครั้งของผู้ป่วยตะวันออกกลางเกือบสองเท่าของอัตรากำไรขั้นต้นของผู้ป่วยชาวไทย และของ PR9 ใน 3Q24 เพิ่มขึ้น 3.3 ppts y-y และ 4.0 ppts q-q ด้วยสัดส่วนผู้ป่วยชาวต่างชาติที่เพิ่มมากขึ้น โดยหลักมาจากตะวันออกกลาง รายได้จากโรคร้ายแรงที่เพิ่มขึ้น ศูนย์เฉพาะทางที่มากขึ้น และอัตราการให้บริการที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นจาก 32.9% ในปี 2023 เป็น 35.7% ในปี 2026F และ EBIT margin เพิ่มขึ้นจาก 14.5% ในปี 2023 เป็น 18.6% ในปี 2026F

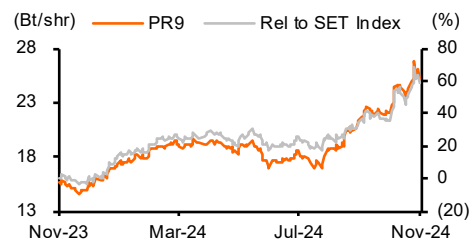
4Q24F ไตรมาสที่สูงที่สุดของปี

เราคาดว่ากำไร 4Q24F สูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 214 ลบ. เพิ่มขึ้น 14% y-y และ 3% q-q นอกจากปกติไตรมาส 4 จะเป็นไตรมาสสูงสุดสำหรับ PR9 เนื่องจากความต้องการตรวจสอบสุขภาพที่แข็งแกร่งจากผู้ป่วยชาวไทยแล้ว 4Q24 ยังมีผู้ป่วยตะวันออกกลางเพิ่มขึ้นอีกด้วย จากประมาณการรายได้ที่คาดว่าจะเติบโต 7% y-y และ 3% q-q เป็น 1.3 พันลบ.ใน 4Q24F โดยมีสัดส่วนผู้ป่วยตะวันออกกลางเพิ่มขึ้น เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นเป็น 36.3% ใน 4Q24F จาก 35.2% ใน 4Q23 และทรงตัว q-q เนื่องจากสัดส่วนการตรวจสอบสุขภาพที่ให้อัตรากำไรต่ำกว่าเพิ่มขึ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	4,202	4,638	5,070	5,495
Net profit	558	720	824	908
Consensus NP	—	705	816	884
Diff frm cons (%)	—	2.2	1.0	2.7
Norm profit	558	720	824	908
Prev. Norm profit	—	682	773	853
Chg frm prev (%)	—	5.6	6.6	6.4
Norm EPS (Bt)	0.7	0.9	1.0	1.2
Norm EPS grw (%)	(1.7)	29.0	14.5	10.1
Norm PE (x)	35.6	27.6	24.1	21.9
EV/EBITDA (x)	19.8	15.8	13.8	12.3
P/BV (x)	3.9	3.6	3.3	3.1
Div yield (%)	1.2	1.8	2.3	2.7
ROE (%)	11.4	13.5	14.2	14.5
Net D/E (%)	(37.4)	(43.4)	(46.8)	(51.5)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 20-Nov-24 (Bt)	25.25
Market Cap (US\$ m)	572.1
Listed Shares (m shares)	786.3
Free Float (%)	58.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.6
12M Price H/L (Bt)	26.75/14.60
Sector	Health Care
Major Shareholder	Damapong family 37.14%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

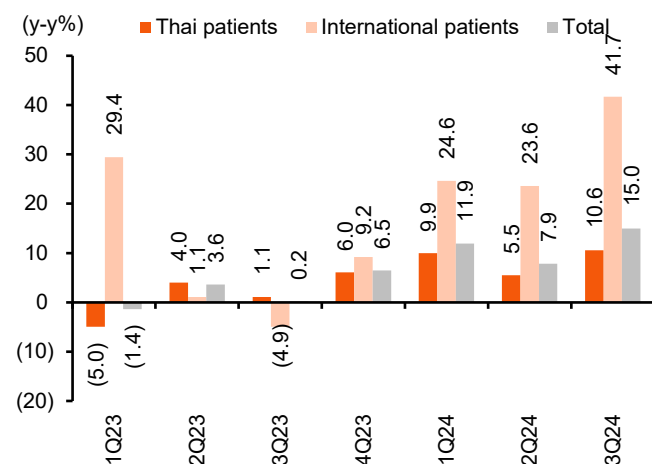
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Change In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin (%)					
- New	33.7	32.9	34.7	35.4	35.7
- Old			34.1	34.4	34.6
- Change (ppt.)			0.6	1.0	1.1
SG&A to sales (%)					
- New	17.9	18.4	17.6	17.3	17.1
- Old			18.2	18.0	17.9
- Change (ppt.)			(0.6)	(0.7)	(0.7)
Normalized profit (Bt m)					
- New	568	558	720	824	908
- Old			682	773	853
- Change (%)			5.6	6.6	6.4

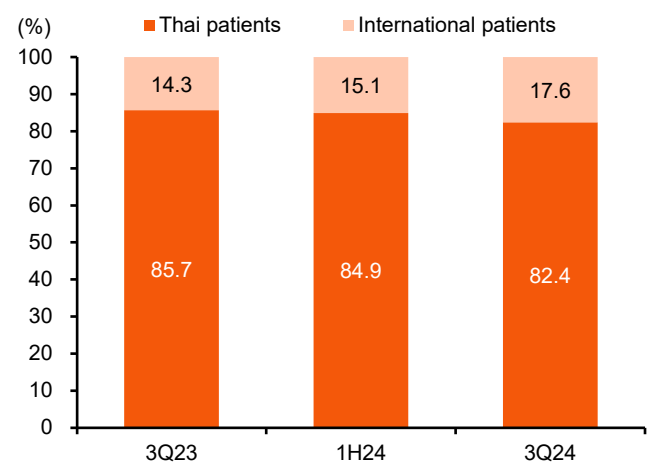
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Changes In Thai And International Patient Revenues



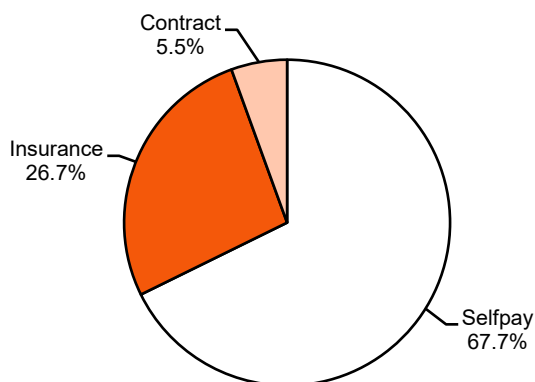
Source: Company data

Ex 3: Revenue Mix



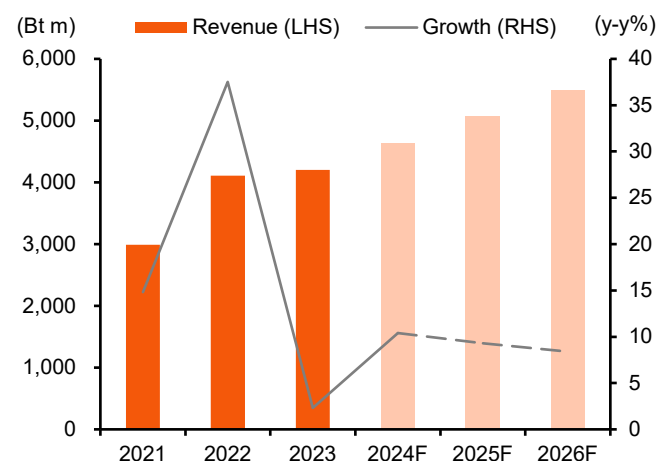
Source: Company data

Ex 4: Revenue Breakdown By Type Of Payor In 9M24

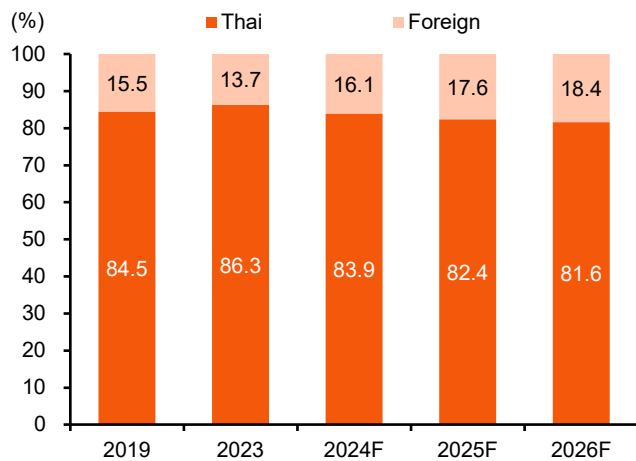


Source: Company data

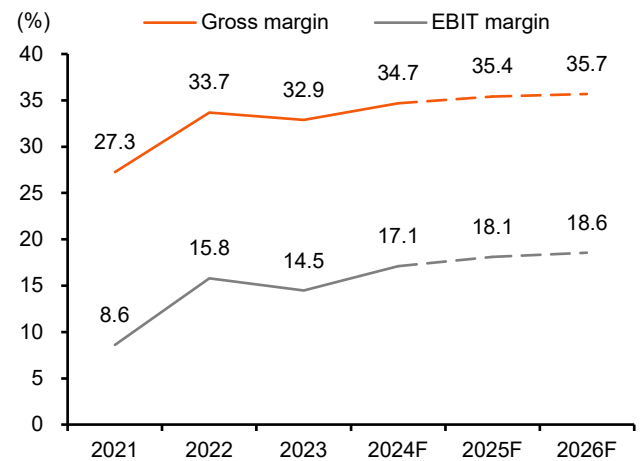
Ex 5: Total Revenue And Growth



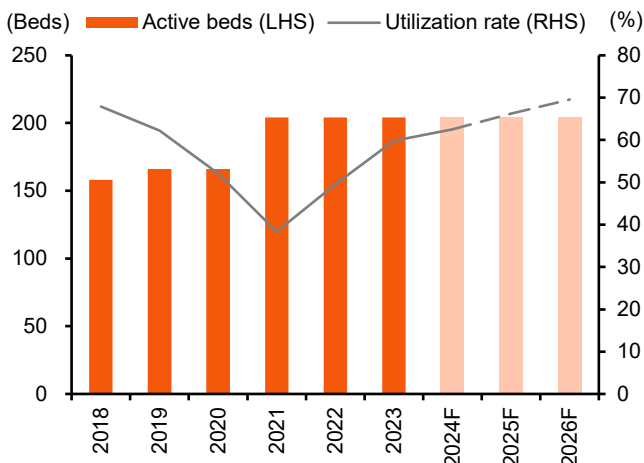
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Patient Revenue Mix

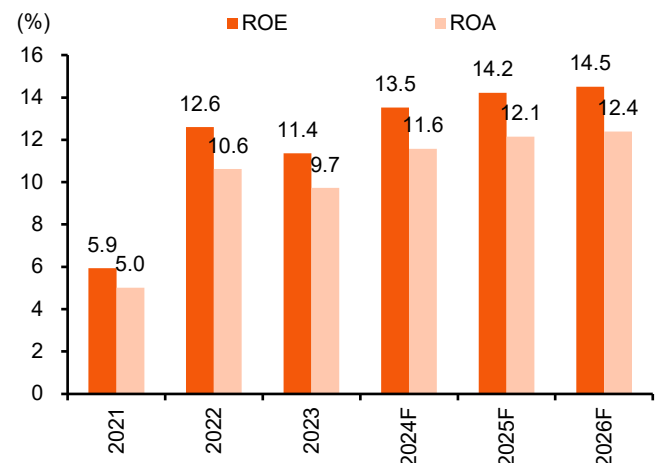
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Gross Margin And EBIT Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: IPD Utilization Rate

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Rising Profitability

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: 4Q24F Earnings Preview

Income Statement						(consolidated)	
Yr-end Dec (Bt m)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	q-q%	y-y%
Revenue	1,175	1,071	1,084	1,226	1,257	3	7
Gross profit	414	356	350	445	456	3	10
SG&A	209	182	204	212	217	3	4
Operating profit	205	175	146	233	239	2	17
EBITDA	280	249	222	311	316	2	13
Other income	28	22	26	25	28	10	(2)
Other expenses	0	0	0	0	0	na.	na.
Interest expenses	0	0	0	0	0	na.	na.
Profit before tax	233	197	173	258	266	3	14
Income tax	45	38	34	50	52	3	15
Equity & invest. income	0	0	0	0	0	na.	na.
Minority interest	0	0	0	0	0	na.	na.
Extraordinary items	0	0	0	0	0	na.	na.
Net profit	188	159	139	208	214	3	14
Normalized profit	188	159	139	208	214	3	14

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	1,233	1,343	1,441	1,527	1,609	1,693	1,777	1,866	1,958	2,056	2,160	—
Free cash flow	724	919	1,003	1,075	1,144	1,211	1,278	1,353	1,430	1,512	1,499	27,035
PV of free cash flow	722	800	815	815	809	800	763	750	736	723	666	12,008
Risk-free rate (%)	3.0											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	7.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	20,407											
Net debt (end 2024F)	(2,412)											
Minority interest	0											
Equity value	22,819											
# of shares (m)	786											
Equity value / share (Bt)	29.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	na	6.4	30.6	28.8	1.8	1.7	9.2	8.9	2.2	2.3
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	(9.6)	0.9	8.0	8.0	0.8	0.7	8.7	8.4	3.7	3.9
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	(4.3)	14.8	9.2	8.0	1.5	1.3	7.5	6.6	4.6	5.2
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	3.2	56.5	103.7	66.3	13.8	11.8	42.1	32.5	0.2	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	(1.2)	36.2	84.0	61.7	6.2	5.9	41.2	32.0	0.1	0.2
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	9.3	13.6	33.9	29.9	3.8	3.7	15.4	14.2	1.6	1.7
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	(35.9)	7.4	33.8	31.4	2.1	2.0	14.5	13.5	1.2	1.3
Ryman	RYM NZ	New Zealand	na	(12.5)	12.1	13.9	0.7	0.7	16.5	19.6	na	0.0
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	(23.7)	5.4	23.6	22.4	1.5	1.5	11.4	10.6	2.6	2.7
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	11.6	15.1	25.1	21.8	3.0	2.8	12.7	11.2	2.6	3.0
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	11.1	10.9	26.4	23.8	4.2	4.1	20.0	18.1	3.0	3.4
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	9.7	6.7	21.5	20.2	6.0	5.4	15.3	14.4	2.8	3.2
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	10.8	15.1	25.1	21.8	3.6	3.3	16.1	14.0	2.0	2.3
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	29.0	14.5	27.6	24.1	3.6	3.3	15.8	13.8	1.8	2.3
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	(20.4)	29.4	25.3	19.6	1.3	1.3	10.8	9.8	2.0	2.8
Average			(0.8)	14.7	32.7	26.8	3.6	3.3	17.1	15.2	2.2	2.3

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS
Based on 20 November 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงพยาบาลพระรามเก้า จำกัด (มหาชน) (PR9) ก่อตั้งขึ้นในปี 1992 ตั้งอยู่บนถนนพระราม 9 ซึ่งเป็นย่านธุรกิจใหม่ของกรุงเทพมหานคร ณ สิ้นปี 3Q24 PR9 มีเตียง 204 เตียง โรงพยาบาลให้บริการระดับตติยภูมิครอบคลุมถึง การส่งเสริมสุขภาพ การดูแลสุขภาพเชิงป้องกัน การวินิจฉัย การรักษาและการฟื้นฟูสมรรถภาพ บริการทางการแพทย์ครอบคลุมทั้งการดูแลโรคทั่วไป และโรคร้ายแรง

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีแบรนด์ “โรงพยาบาลพระราม 9” ที่แข็งแกร่งในกรุงเทพฯ
- ผู้บริหารของโรงพยาบาลมีความสัมพันธ์ที่ดีกับแพทย์และอาจารย์แพทย์จากโรงเรียนแพทย์
- PR9 ตั้งอยู่บนทำเลทอง บนถนนพระราม 9 ซึ่งเป็นย่านใจกลางธุรกิจแห่งใหม่ในกรุงเทพฯ
- PR9 เป็นที่รู้จักกันดีในการเปลี่ยนไตและหลอดเลือดหัวใจ

O — Opportunity

- อุปทานโรงพยาบาลรัฐในประเทศไทยมีจำนวนจำกัด
- อาคารใหม่จะช่วยปลดล็อกขีดความสามารถในการให้บริการที่จำกัด
- มีผู้ป่วยเพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- การระบาดของโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

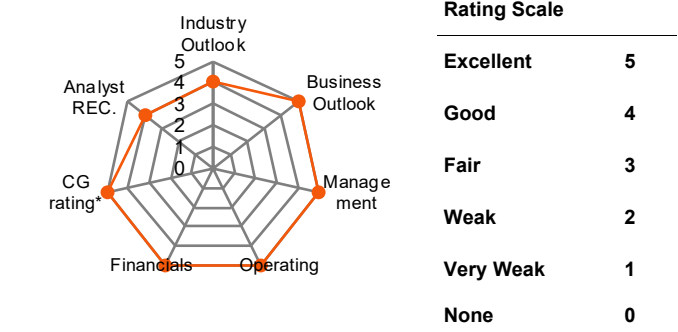
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	27.42	29.00	6%
Net profit 24F (Bt m)	705	720	2%
Net profit 25F (Bt m)	816	824	1%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อจำนวนผู้ป่วยต่างชาติและอัตรากำไรของ RP9 และราคาเป้าหมายของเราเป็นราคาสิ้นปี 2025F

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- เน้นผู้ป่วยเงินสดระดับกลาง-บนเป็นหลัก

T — Threat

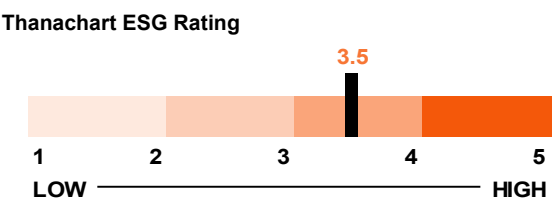
- คู่แข่งใหม่เข้ามายังตลาดมากขึ้น
- ความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์และกฎหมาย
- การระบาดของโควิด-19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนผู้ป่วยต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ อาจส่งผลให้เกิดความเสี่ยงด้านผลตอบแทนต่อการลงทุนประกอบของเรา
- หาก PR9 สามารถเพิ่มค่าบริการต่อครั้งได้ต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะเป็นความเสี่ยงต่อการคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้น และประมาณการกำไรของเรา
- หากความสามารถของ PR9 ในการควบคุมต้นทุนต่ำกว่าที่เราคาดไว้ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากมีการแข่งขันที่มากขึ้นจากผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนเดิม และ/หรือ มีผู้ประกอบการใหม่เข้ามายังตลาด จะเป็นความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ของเรา

Source: Thanachart

PR9 เป็นโรงพยาบาลเอกชนที่เป็นโรงพยาบาลเดี่ยว โดยเน้นกลุ่มลูกค้าระดับกลางถึงบน มีจำนวนเตียง 204 เตียง ลักษณะธุรกิจ บริษัทฯไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก เราให้คะแนน ESG สำหรับ PR9 ที่ 3.5 และคาดว่าจะคะแนนจะดีขึ้นในอนาคต ด้วยมีนวัตกรรมทางการแพทย์ที่มากขึ้น



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
PR9	YES	AAA	-	-	-	65.4	-	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการของเสีย	ลักษณะธุรกิจของ PR9 ไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิใน Scope ที่ 1, 2 และ 3 มากกว่า 0.5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และตั้งเป้าลดมากกว่า 5% ภายในปี 2028 เมื่อเทียบกับปี 2022 PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะลดการใช้พลังงานมากกว่า 0.5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และตั้งเป้าลดมากกว่า 0.5% ภายในปี 2028 เมื่อเทียบกับปี 2022 PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะลดการใช้น้ำมากกว่า 0.5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และตั้งเป้าลดมากกว่า 0.5% ภายในปี 2028 เมื่อเทียบกับปี 2022 PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะลดของเสียมากกว่า 0.5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และตั้งเป้าลดมากกว่า 2% ภายในปี 2028 เมื่อเทียบกับปี 2022 PR9 ใช้ระบบเศรษฐกิจหมุนเวียน และส่งเสริมกลยุทธ์ 3Rs (ลด ใช้ซ้ำ และรีไซเคิล) เพื่อบริหารจัดการ ด้านสิ่งแวดล้อมโดยรวม - ด้านพลังงาน น้ำ และของเสีย
ด้านสังคม (SOCIAL) การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน การดูแลพนักงาน สุขอนามัยและความปลอดภัย ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	PR9 ส่งเสริมการเคารพสิทธิมนุษยชน โดยตั้งเป้าให้การละเมิดสิทธิมนุษยชนเป็นศูนย์ มีโครงการขยายระยะเวลาการจ้างงานหลังเกษียณอายุ และการจ้างงานคนพิการ PR9 มีการพัฒนาบุคลากร โดยการฝึกอบรมอย่างน้อย 20 ชั่วโมงต่อคนต่อปี โดยมุ่งเน้นที่ อัตราการเกิดอุบัติเหตุเป็นศูนย์ อัตราการเจ็บป่วยจากการทำงานเป็นศูนย์ อัตราการมีส่วนร่วมของ พนักงาน ไม่น้อยกว่า 80% และอัตราการลาออกน้อยกว่า 10% PR9 ตั้งเป้าที่จะสร้างความพึงพอใจของผู้ป่วย OPD และ IPD ในระดับอย่างน้อย 95% PR9 ใช้เทคโนโลยีที่ทันสมัยในการรักษาโรคที่มีความซับซ้อนและวิกฤต ด้วยบริการที่เน้นผู้ป่วยเป็นศูนย์กลาง โรงพยาบาลได้รับการรับรองคุณภาพ เช่น ISO 9001, ISO 9002, Hospital Accreditation (HA), Joint Commission International (JCI) เป็นต้น PR9 ตั้งเป้าหมายที่จะเพิ่มกิจกรรมชุมชนและสังคมราว 20% ภายในปี 2025 เมื่อเทียบกับปีฐาน 2020
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท จริยธรรมและความโปร่งใส ความยั่งยืนของธุรกิจ การบริหารความเสี่ยง นวัตกรรม	PR9 มีกรรมการบริหาร 9 คน ในคณะกรรมการบริหาร (หญิง 2 คน และชาย 7 คน) คณะกรรมการ บริหารประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งเพศ ทักษะ ประสบการณ์ และความสามารถ PR9 เตรียมแผนการบริหารความเสี่ยง 3 ปี พร้อมการทบทวนอย่างสม่ำเสมอ บริษัทฯ ได้ปรับกรอบการบริหารความเสี่ยงทุกปี และระบุรับผิดชอบอย่างชัดเจน แผนดังกล่าวมุ่งเน้นไปที่ความยั่งยืนของธุรกิจ โอกาส ประสิทธิภาพ และการรับรอง ERM โดย PR9 ได้กำหนดเกณฑ์การประเมินความเสี่ยงให้ครอบคลุมความเสี่ยงทั้งหมดที่ไม่เกี่ยวข้องกับการรักษาพยาบาลอย่างชัดเจน PR9 มีเป้าหมายในการเปลี่ยนเป็นโรงพยาบาลดิจิทัล และเป็นผู้นำในการนำเทคโนโลยีสมัยใหม่มาใช้ในการวินิจฉัย การรักษา และการดูแลสุขภาพ นอกเหนือจากการเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานและตอบสนองความต้องการของผู้บริโภค

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Thai and international patients to drive revenue growth in 2024-26F

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	4,107	4,202	4,638	5,070	5,495
Cost of sales	2,724	2,820	3,030	3,274	3,535
Gross profit	1,384	1,382	1,608	1,796	1,960
% gross margin	33.7%	32.9%	34.7%	35.4%	35.7%
Selling & administration expenses	735	774	815	878	941
Operating profit	649	608	793	918	1,019
% operating margin	15.8%	14.5%	17.1%	18.1%	18.6%
Depreciation & amortization	299	299	309	319	327
EBITDA	948	907	1,103	1,236	1,346
% EBITDA margin	23.1%	21.6%	23.8%	24.4%	24.5%
Non-operating income	52	81	101	110	116
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
Pre-tax profit	700	689	893	1,027	1,135
Income tax	132	131	173	202	227
After-tax profit	568	558	720	824	908
% net margin	13.8%	13.3%	15.5%	16.3%	16.5%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	568	558	720	824	908
Normalized profit	568	558	720	824	908
EPS (Bt)	0.7	0.7	0.9	1.0	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.7	0.9	1.0	1.2

BALANCE SHEET

No new significant investments planned in 2024-26

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	2,023	2,251	2,864	3,315	3,875
Cash & cash equivalent	1,717	1,901	2,420	2,830	3,350
Account receivables	243	290	381	417	452
Inventories	51	48	50	54	58
Others	12	12	13	14	15
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	3,218	3,243	3,238	3,323	3,300
Other assets	316	415	417	420	423
Total assets	5,558	5,910	6,519	7,057	7,597
LIABILITIES:					
Current liabilities:	610	632	715	768	834
Account payables	499	522	581	628	678
Bank overdraft & ST loans	0	0	8	8	15
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	110	110	126	132	141
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	213	198	241	261	281
Total liabilities	822	830	956	1,029	1,115
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	786	786	786	786	786
Share premium	1,934	1,934	1,934	1,934	1,934
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	2,015	2,359	2,843	3,307	3,762
Shareholders' equity	4,735	5,080	5,564	6,028	6,482
Liabilities & equity	5,558	5,910	6,519	7,057	7,597

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT**Sustainable cash inflows**

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	700	689	893	1,027	1,135
Tax paid	(108)	(128)	(167)	(195)	(221)
Depreciation & amortization	299	299	309	319	327
Chg In working capital	(124)	(22)	(33)	7	11
Chg In other CA & CL / minorities	94	(2)	8	(1)	1
Cash flow from operations	862	836	1,010	1,156	1,253
Capex	(149)	(324)	(300)	(400)	(300)
Right of use	(1)	(0)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(129)	(113)	37	14	13
Cash flow from investments	(279)	(438)	(263)	(386)	(287)
Debt financing	0	0	8	0	7
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(110)	(234)	(236)	(360)	(453)
Warrants & other surplus	(0)	21	0	0	0
Cash flow from financing	(110)	(214)	(228)	(360)	(447)
Free cash flow	713	511	710	756	953

VALUATION**Inexpensive valuation, in our view**

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	35.0	35.6	27.6	24.1	21.9
Normalized PE - at target price (x)	40.2	40.9	31.7	27.7	25.1
PE (x)	35.0	35.6	27.6	24.1	21.9
PE - at target price (x)	40.2	40.9	31.7	27.7	25.1
EV/EBITDA (x)	19.1	19.8	15.8	13.8	12.3
EV/EBITDA - at target price (x)	22.2	23.0	18.5	16.2	14.5
P/BV (x)	4.2	3.9	3.6	3.3	3.1
P/BV - at target price (x)	4.8	4.5	4.1	3.8	3.5
P/CFO (x)	23.0	23.8	19.7	17.2	15.8
Price/sales (x)	4.8	4.7	4.3	3.9	3.6
Dividend yield (%)	1.1	1.2	1.8	2.3	2.7
FCF Yield (%)	3.6	2.6	3.6	3.8	4.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.7	0.9	1.0	1.2
EPS	0.7	0.7	0.9	1.0	1.2
DPS	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
BV/share	6.0	6.5	7.1	7.7	8.2
CFO/share	1.1	1.1	1.3	1.5	1.6
FCF/share	0.9	0.7	0.9	1.0	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	37.5	2.3	10.4	9.3	8.4
Net profit (%)	127.8	(1.7)	29.0	14.5	10.1
EPS (%)	(27.8)	(1.7)	29.0	14.5	10.1
Normalized profit (%)	127.8	(1.7)	29.0	14.5	10.1
Normalized EPS (%)	127.8	(1.7)	29.0	14.5	10.1
Dividend payout ratio (%)	40.2	42.3	50.0	55.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	33.7	32.9	34.7	35.4	35.7
Operating margin (%)	15.8	14.5	17.1	18.1	18.6
EBITDA margin (%)	23.1	21.6	23.8	24.4	24.5
Net margin (%)	13.8	13.3	15.5	16.3	16.5
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	10.6	9.7	11.6	12.1	12.4
ROE - using norm profit (%)	12.6	11.4	13.5	14.2	14.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.6	11.4	13.5	14.2	14.5
- asset turnover (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	17.1	16.4	19.3	20.3	20.7
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
- interest burden (%)	99.9	99.9	99.9	99.9	99.9
- tax burden (%)	81.1	81.0	80.6	80.3	80.0
WACC (%)	6.7	6.7	6.7	7.2	7.2
ROIC (%)	17.3	16.3	20.1	23.4	25.4
NOPAT (Bt m)	526	493	639	737	815
invested capital (Bt m)	3,018	3,178	3,151	3,206	3,147

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุติริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th