

การแพทย์

SET HEALTH index Close: 19/9/2024 6,844.52 +26.29 / +0.39% Bt3,245mn
 Bloomberg ticker: SETHEALTH



ขยายจำนวนเตียงเพื่อผลักดันการเติบโตในระยะยาว; BDMS เป็นหุ้นเด่นของเราเพราะทำไมแข็งแกร่ง

เราให้น้ำหนักการลงทุน Overweight กลุ่มการแพทย์ โดยการเติบโตในระยะยาวจะได้รับปัจจัยหนุนจากจำนวนเตียงที่เพิ่มขึ้น 22% (จากปี 2566 ถึงปี 2570 เป็นต้นไป) พื้นที่ EEC เป็นพื้นที่เป้าหมายในการขยายจำนวนเตียง โดยที่เรามุ่งมองเชิงบวกต่อความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจและจำนวนเตียงที่ยังมีน้อย BDMS เป็นหุ้นเด่นของเรา จากกำไรที่แข็งแกร่งทั้งในระยะสั้นและระยะยาว และ valuation ไม่แพง

การขยายจำนวนเตียงจะช่วยผลักดันการเติบโตในระยะยาว สำหรับโรงพยาบาลภายใต้การวิเคราะห์ของเรา (BCH BDMS BH CHG และ RJH) จำนวนเตียงจะเพิ่มขึ้นจาก 12,715 เตียงในปี 2566 เป็น 15,553 เตียงในระยะยาว (ปี 2570 เป็นต้นไป) หรือเพิ่มขึ้น 22% โดยจำนวนเตียงที่เพิ่มขึ้นนี้จะมาจากการขยายโรงพยาบาลเดิม การสร้างโรงพยาบาลใหม่ และการเปิดศูนย์เฉพาะทางเพิ่ม เช่น ศูนย์มะเร็งและศูนย์สุขภาพเชิงป้องกัน พื้นที่ EEC เป็นพื้นที่เป้าหมายในการขยายจำนวนเตียง โดยเรามุ่งมองเชิงบวกต่อความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และเราไม่คิดว่าจะเกิดการแข่งขันที่รุนแรงอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากจำนวนเตียงในพื้นที่ดังกล่าวมีน้อย BH เป็นข้อยกเว้น โดยบริษัทกำลังขยายเครือข่ายโรงพยาบาลออกไปยังจังหวัดภูเก็ต ซึ่งเรามองว่าการแข่งขันจะเป็นความท้าทาย เนื่องจาก BDMS มีสถานะที่แข็งแกร่งในจังหวัดภูเก็ต

บริการ SC: มี overhang ระยะสั้นจากการจ่ายค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ใน 2H67 ใน 2H67 เรามองว่าการดำเนินงานและกำไรของโรงพยาบาลเอกชนที่เข้าร่วมให้บริการประกันสังคม (SC) จะเผชิญ overhang จากโอกาสที่งบประมาณสำหรับค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในปี 2567 อาจจะไม่เพียงพอ โดยโรงพยาบาลบางแห่ง เช่น BCH จะบันทึกรายได้ SC สำหรับค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในอัตราที่ลดลงตามหลักความระมัดระวังจาก 12,000 บาท/RW เป็น 7,200 บาท/RW ใน 4Q67 และการรับรู้รายได้ที่ลดลงนี้จะกดดันให้รายได้และกำไรปกติลดลงทั้ง YoY และ QoQ ในขณะที่ CHG และ RJH ยังไม่มีการปรับเปลี่ยนแปลงการรับรู้รายได้ใน 4Q67 เมื่อใช้สมมติฐานว่าการบันทึกรายได้ SC ในอัตราที่ลดลงตามที่กล่าวไว้ข้างต้น เราประเมินว่ากำไรของ CHG และ RJH จะมี downside รว 5-6% เรามองว่าผลกระทบต่อ BDMS จะมีจำกัด เนื่องจากบริการ SC คิดเป็นสัดส่วนเพียง ~2% ของรายได้ ต่ำกว่า RJH ที่คิดเป็น 51% ของรายได้, BCH ที่ 33% และ CHG ที่ 29%

Overweight กลุ่มการแพทย์ โดยมี BDMS เป็นหุ้นเด่น เราประเมินกำไรปกติของกลุ่มการแพทย์จะเติบโตที่ CAGR 7% ในปี 2567-2569 เราชอบ BDMS เนื่องจาก: 1) กำไรระยะสั้นแข็งแกร่ง; เราคาดว่ากำไรปกติ 3Q67 จะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ 2) กำไรระยะยาวแข็งแกร่ง; เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตที่ CAGR 8% ในปี 2567-2569 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม และ 3) valuation ไม่แพง; ใน 3Q67TD ราคาหุ้น BDMS ปรับตัวขึ้นมา 12% ใกล้เคียงกับการปรับตัวเพิ่มขึ้นของ SET แต่ซื้อขายที่ PE 2567 ระดับ 29 เท่า ใกล้เคียงระดับ -2SD ของ PE เฉลี่ยในอดีต

ใน 3Q67TD หุ้นโรงพยาบาลที่ให้บริการ SC คือ CHG ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5% BCH ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1%, แต่ RJH ปรับตัวลดลง 6% ให้ผลตอบแทนน้อยกว่า SET BDMS และ BH เพราะถูกดุดริ่งโดย overhang จากบริการ SC เรามองว่าปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจะมาจากข้อสรุปเกี่ยวกับการจ่ายเงินค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ระหว่างโรงพยาบาลเอกชนกับสำนักงานประกันสังคม ซึ่งคาดว่าจะเห็นความชัดเจนใน 4Q67 ในกลุ่มนี้ เราชอบ BCH เนื่องจาก: 1) กำไรมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งกว่าผู้ประกอบการโรงพยาบาลที่ให้บริการ SC รายอื่นๆ โดยที่เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตที่ CAGR 13% ในปี 2567-2569 2) ประมาณการกำไรมี downside น้อยกว่า และ 3) ปัจจุบันหุ้น BCH ซื้อขายที่ PE ปี 2567 ระดับ 29 เท่า ใกล้เคียงระดับ -1SD ของ PE เฉลี่ยในอดีต

ความเสี่ยง คือ เหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผู้ให้บริการเข้าใช้บริการ การดำเนินงานที่อ่อนแอของโรงพยาบาลที่เปิดใหม่ การแข่งขันรุนแรง การขาดแคลนบุคลากร และความเสี่ยงด้านกฎหมาย สำหรับกลุ่มการแพทย์ เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่ง BCH BDMS BH CHG และ RJH นำเอาระบบบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 24F	P/E (x) 25F	P/BV (x) 24F	P/BV (x) 25F
BCH	Outperform	17.3	21.0	23.5	28.5	24.1	3.3	3.1
BDMS	Outperform	30.0	36.0	22.6	29.5	27.3	4.8	4.6
BH	Neutral	271.0	300.0	12.5	27.7	26.4	7.7	6.7
CHG	Neutral	2.7	2.9	8.3	26.9	23.6	3.8	3.6
RJH	Neutral	23.2	28.0	26.3	14.7	15.1	3.2	3.1
Average					25.5	23.3	4.6	4.2

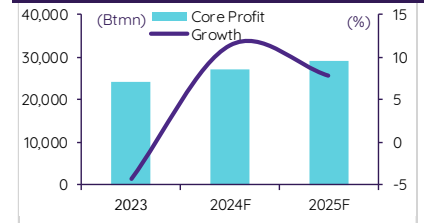
Source: InnovestX Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCH	13.1	(2.3)	(9.4)	3.2	(12.8)	(6.1)
BDMS	10.1	15.4	13.2	0.5	3.0	17.3
BH	10.6	15.3	5.4	1.0	2.9	9.3
CHG	12.3	1.5	(14.9)	2.5	(9.4)	(11.8)
RJH	(1.3)	(6.1)	(18.6)	(9.9)	(16.2)	(15.6)

Source: SET, InnovestX Research

Sector core earnings growth



Source: SET, InnovestX Research

นักวิเคราะห์

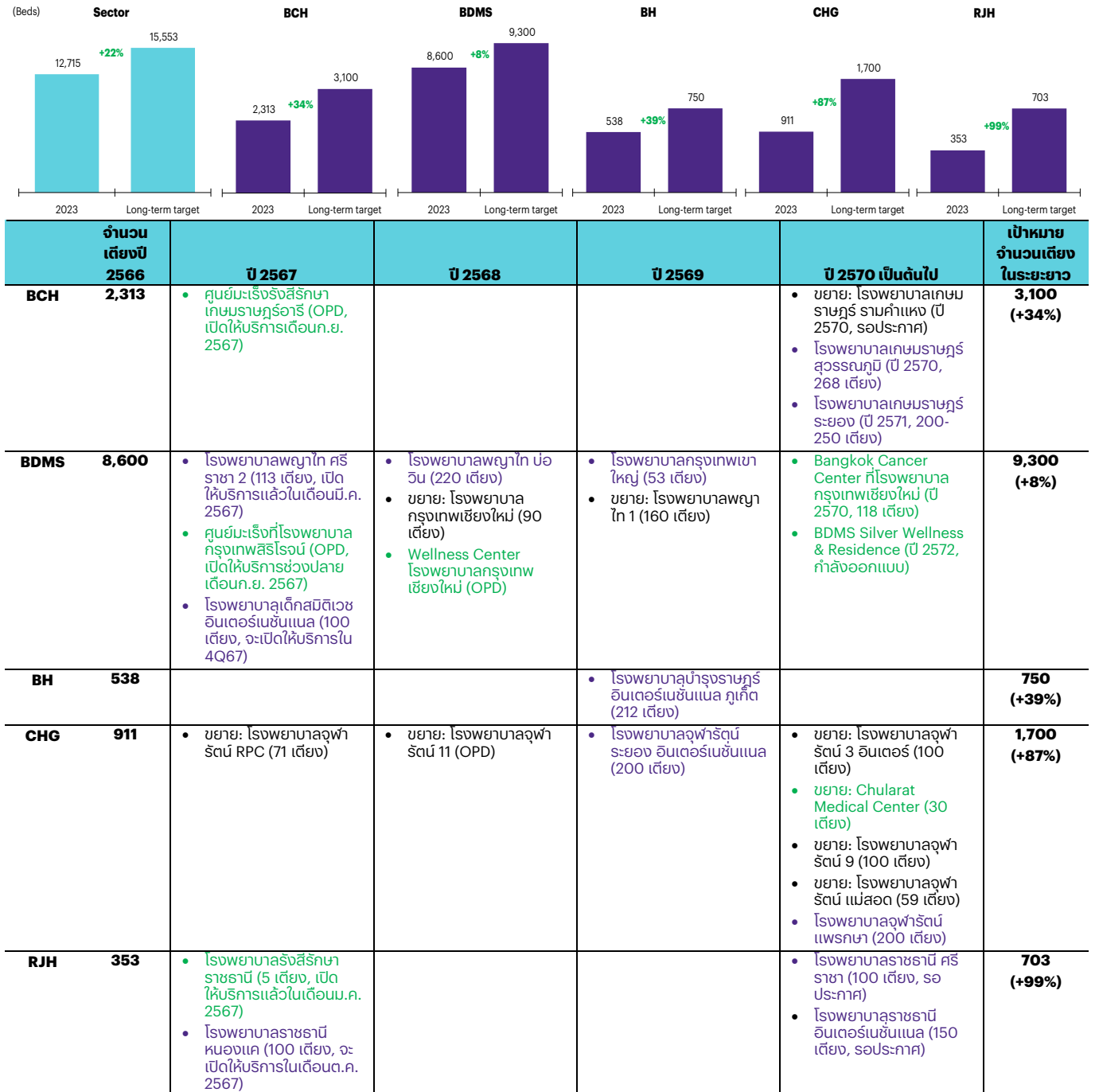
รวินุช ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1002
 raweenuch.p@innovestx.co.th

การขยายจำนวนเตียงจะช่วยผลักดันการเติบโตในระยะยาว

สำหรับโรงพยาบาลภายใต้การวิเคราะห์ของเรา (BCH BDMS BH CHG และ RJH) จำนวนเตียงจะเพิ่มขึ้นจาก 12,715 เตียงในปี 2566 เป็น 15,553 เตียงในระยะยาว (ปี 2570 เป็นต้นไป) หรือเพิ่มขึ้น 22% โดยจำนวนเตียงที่เพิ่มขึ้นนี้จะมาจากการขยายโรงพยาบาลเดิมที่มีอยู่ รวมถึงการสร้างโรงพยาบาลใหม่ และการเปิดศูนย์เฉพาะทางเพิ่ม เช่น ศูนย์มะเร็ง และศูนย์สุขภาพเชิงป้องกัน โดยภายในกลุ่มนี้ RJH มีแผนขยายจำนวนเตียงเชิงรุกมากที่สุด โดยจะเพิ่มจำนวนเตียง 99% ตามด้วย CHG ที่ 87%, BH ที่ 39%, BCH ที่ 34% และ BDMS ที่ 8% (จำนวนเตียงของ BDMS เติบโตน้อยกว่าผู้ประกอบการโรงพยาบาลรายอื่นๆ เนื่องจากฐานขนาดใหญ่)

Figure 1: จำนวนเตียงของโรงพยาบาลภายใต้การวิเคราะห์ของเราจะเพิ่มขึ้น 22% ในระยะยาว



Source: Company data and InnovestX Research

*สีม่วง คือ โครงการ greenfield

*สีเขียว คือ ศูนย์เฉพาะทาง

พื้นที่ EEC เป็นทำเลศักยภาพในการขยายจำนวนเตียงเพราะความต้องการใช้บริการทางการแพทย์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นและจำนวนเตียงมีน้อย การขยายจำนวนเตียงในอนาคตของผู้ประกอบการโรงพยาบาลทุกราย ยกเว้น BH เน้นไปที่พื้นที่ EEC ซึ่งความต้องการใช้บริการทางการแพทย์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจ โรงพยาบาลเอกชนจะเน้นให้บริการกลุ่มผู้ป่วยเงินสด (self-pay) และผู้ป่วยประกันสังคม (SC) ในนิคมอุตสาหกรรมหลายแห่ง

ข้อมูลจากกระทรวงสาธารณสุข ระบุว่า พื้นที่ EEC มีเตียงโรงพยาบาลให้บริการจำนวน 9,072 เตียง (61% อยู่ในจังหวัดชลบุรี 21% อยู่ในจังหวัดระยอง และ 18% อยู่ในจังหวัดฉะเชิงเทรา) โดยส่วนใหญ่อยู่ในโรงพยาบาลรัฐที่ 73% ของจำนวนเตียงทั้งหมด ขณะที่มีเตียงเพียง 27% อยู่ในโรงพยาบาลเอกชน ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา ปัจจุบัน BDMS มีสถานะแข็งแกร่งที่สุดในพื้นที่ EEC โดยมีส่วนแบ่งตลาดในแง่จำนวนเตียงที่ 12% (ส่วนใหญ่อยู่ในจังหวัดชลบุรีและจังหวัดระยอง) ตามมาด้วย CHG ที่ 3% (ส่วนใหญ่อยู่ในจังหวัดฉะเชิงเทราและจังหวัดระยอง) และ BCH ที่ 1% (ในจังหวัดฉะเชิงเทรา) ขณะที่ปัจจุบัน RJH ยังไม่มีโรงพยาบาลในพื้นที่ EEC

เรามิมองเชิงบวกต่อความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ และเนื่องจากจำนวนเตียงในพื้นที่ EEC มีน้อย เราจึงไม่คิดว่าจะเกิดการแข่งขันที่รุนแรงอย่างมีนัยสำคัญ พื้นที่ EEC มีจำนวนประชากรที่มีชื่ออยู่ในทะเบียนบ้าน 3.1 ล้านคน (ข้อมูลปี 2566) อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาถึงผู้พักอาศัยอยู่ในพื้นที่ดังกล่าวจะมีจำนวน 4.3 ล้านคนซึ่งรวมถึงคนงานในนิคมอุตสาหกรรมจำนวนมาก และรัฐบาลคาดว่าประชากรในพื้นที่ EEC จะเพิ่มขึ้นเท่าตัวเป็นราว 8 ล้านคนภายในปี 2580 ตัวเลขดังกล่าวคิดเป็นอัตราส่วน 2.9 เตียงต่อประชากรที่มีชื่ออยู่ในทะเบียนบ้าน 1,000 คน แต่จะลดลงมาอยู่ที่ 2.1 เตียงเมื่อรวมผู้พักอาศัยทั้งหมดเข้ามา และจะลดลงสู่ 1.1 เตียงเมื่ออ้างอิงผู้พักอาศัยที่จะเพิ่มเป็น 8 ล้านคนในปี 2580 ซึ่งอัตราส่วนนี้ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศไทยที่ 2.7 เตียง และกรุงเทพฯ ที่ 6.1 เตียงค่อนข้างมาก บ่งชี้ว่าจำนวนเตียงโรงพยาบาลในพื้นที่ EEC ยังมีน้อย

Figure 2: พื้นที่ EEC เป็นทำเลศักยภาพในการขยายจำนวนเตียง

sw.เดิมที่มีอยู่	BDMS	CHG	BCH	RJH
ชลบุรี	<ul style="list-style-type: none"> โรงพยาบาลกรุงเทพพัทยา โรงพยาบาลสมิติเวช ชลบุรี โรงพยาบาลสมิติเวช ศรีราชา โรงพยาบาลพญาไท ศรีราชา โรงพยาบาลพญาไท ศรีราชา 2 โรงพยาบาลพญาไท บางพระ โรงพยาบาลจอมเทียน 	<ul style="list-style-type: none"> โรงพยาบาลจุฬารัตน์ ชลเวช 		
ระยอง	<ul style="list-style-type: none"> โรงพยาบาลกรุงเทพระยอง โรงพยาบาลศรีระยอง โรงพยาบาลมะเรียงกรุงเทพระยอง โรงพยาบาลกรุงเทพปลวกแดง 	<ul style="list-style-type: none"> โรงพยาบาลจุฬารัตน์ ระยอง 		
ฉะเชิงเทรา		<ul style="list-style-type: none"> โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 11 โรงพยาบาลจุฬารัตน์ RPC 	<ul style="list-style-type: none"> โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ ฉะเชิงเทรา 	
การขยาย sw.				
ชลบุรี	<ul style="list-style-type: none"> โรงพยาบาลพญาไท บ่อวิน (220 เตียง, จะเปิดให้บริการปี 2568) 			<ul style="list-style-type: none"> โรงพยาบาลราชธานี ศรีราชา (100 เตียง, ครอบคลุม)
ระยอง		<ul style="list-style-type: none"> ขยาย: โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 11 (OPD, จะเปิดให้บริการปี 2568) โรงพยาบาลจุฬารัตน์ ระยอง อินเตอร์เนชั่นแนล (200 เตียง, จะเปิดให้บริการปี 2569) 	<ul style="list-style-type: none"> โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ ระยอง (200-250 เตียง, จะเปิดให้บริการปี 2571) 	
ฉะเชิงเทรา		<ul style="list-style-type: none"> ขยาย: โรงพยาบาลจุฬารัตน์ RPC (71 เตียง, คาดใน 2H67) 		

Source: Company data and InnovestX Research

Figure 3: ปัจจุบัน BDMS มีสถานะแข็งแกร่งที่สุดในพื้นที่ EEC

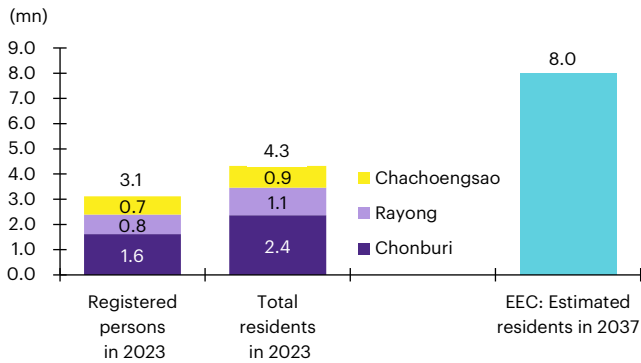
จำนวนเตียง	รวม	% ส่วนแบ่งตลาด					
		sw.รัฐ	sw.เอกชน	BDMS	CHG	BCH	RJH
ชลบุรี	5,527	69%	31%	16%	1%	0%	0%
ระยอง	1,890	76%	24%	11%	3%	0%	0%
ฉะเชิงเทรา	1,655	84%	16%	0%	10%	6%	0%
EEC	9,072	73%	27%	12%	3%	1%	0%

*ข้อมูลเตียง sw. ณ เดือนก.ย. 2567

Source: Ministry of Public Health and InnovestX Research

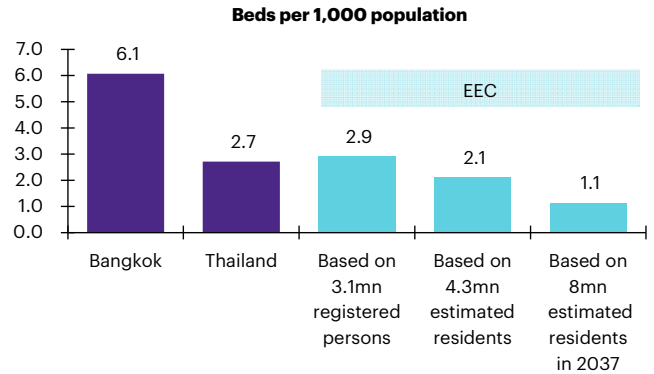
การแพทย์

Figure 4: ผู้พักอาศัยในพื้นที่ EEC มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นตามกิจกรรมทางธุรกิจที่ขยายตัวมากขึ้น



Source: National Statistical Office, Eastern Economic Corridor Office and InnovestX Research

Figure 5: พื้นที่ EEC มีอัตราส่วนเตียงต่อประชากร 1,000 คนอยู่ในระดับต่ำ บ่งชี้ถึงจำนวนเตียงที่ยังมีน้อย



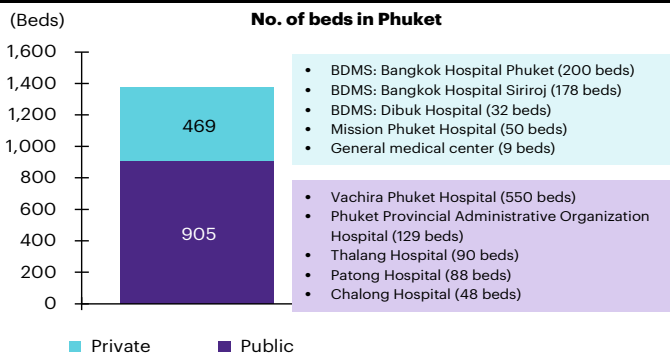
Source: Ministry of Public Health, National Statistical Office, Eastern Economic Corridor Office and InnovestX Research

BH กำลังขยายเครือข่ายโรงพยาบาลไปยังจังหวัดภูเก็ต ซึ่งการแข่งขันจะเป็นความท้าทาย เนื่องจาก BDMS มีสถานะที่แข็งแกร่งในพื้นที่นั้น BH วางแผนเปิดโรงพยาบาลใหม่ในจังหวัดภูเก็ต คือ *โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล ภูเก็ต* ใน 1H69 โรงพยาบาลแห่งใหม่จะมีจำนวนเตียงทั้งหมด 212 เตียง (เฟสแรกจะมีเตียงเปิดให้บริการ 150 เตียง) ซึ่งจะทำให้จำนวนเตียงของบริษัทเพิ่มขึ้น 39% (จากจำนวนเตียงปัจจุบันที่ 538 เตียง) และเป็น การขยายเครือข่ายของบริษัทออกไปจากที่มีโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียวในกรุงเทพฯ

ภูเก็ตเป็นหนึ่งในจังหวัดสำคัญในประเทศไทยที่มีกิจกรรมทางเศรษฐกิจหลักคือการท่องเที่ยว ในขณะที่ความต้องการใช้บริการทางการแพทย์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เรามองว่าการแข่งขันจะเป็นความท้าทายสำหรับ BH ภูเก็ตมีเตียงโรงพยาบาลให้บริการจำนวน 1,374 เตียง โดยส่วนใหญ่เป็นเตียงของโรงพยาบาลรัฐซึ่งคิดเป็น 66% ของจำนวนเตียงทั้งหมด และที่เหลืออีก 34% เป็นเตียงของโรงพยาบาลเอกชน BDMS มีสถานะที่แข็งแกร่งในภูเก็ต โดยเปิดให้บริการโรงพยาบาลเอกชน 3 แห่ง ด้วยส่วนแบ่งตลาด 30% ของจำนวนเตียงทั้งหมด

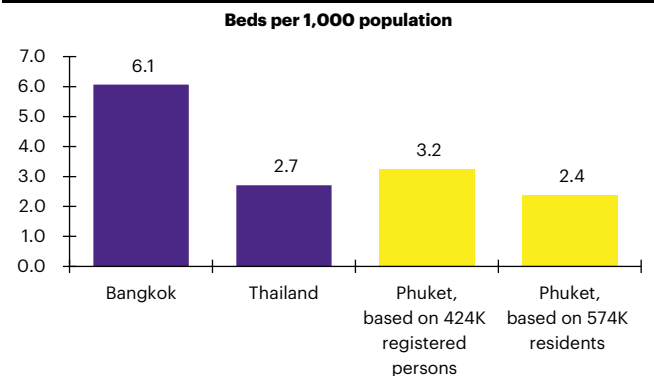
อย่างไรก็ดี จากภาพอุตสาหกรรมในฝั่งอุปทานเตียง เราไม่คิดว่าการแข่งขันในพื้นที่ภูเก็ตจะรุนแรง โดยการศึกษาของเราแสดงให้เห็นว่าภูเก็ตมีอัตราส่วน 3.2 เตียงต่อจำนวนประชากรที่มีชื่ออยู่ในทะเบียนบ้าน 1,000 คน แต่จะลดลงสู่ 2.4 เตียงเมื่อรวมผู้พักอาศัยทั้งหมดเข้ามา ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของประเทศไทยที่ 2.7 เตียง แต่ต่ำกว่า กรุงเทพฯ ที่ 6.1 เตียง ซึ่งบ่งชี้ว่าอุปทานเตียงโรงพยาบาลในภูเก็ตไม่ได้สูงจนเป็นที่น่ากังวล

Figure 6: จำนวนเตียง sw. ในจังหวัดภูเก็ต; BDMS เป็นผู้เล่นรายหลักในกลุ่มโรงพยาบาลเอกชน



*Hospital bed data as of September 2024
Source: Ministry of Public Health and InnovestX Research

Figure 7: อุปทานเตียง sw. ในภูเก็ตไม่ได้สูงจนเป็นที่น่ากังวล



*Registered persons and residents based on recent data in 2023
Source: Ministry of Public Health, National Statistical Office and InnovestX Research

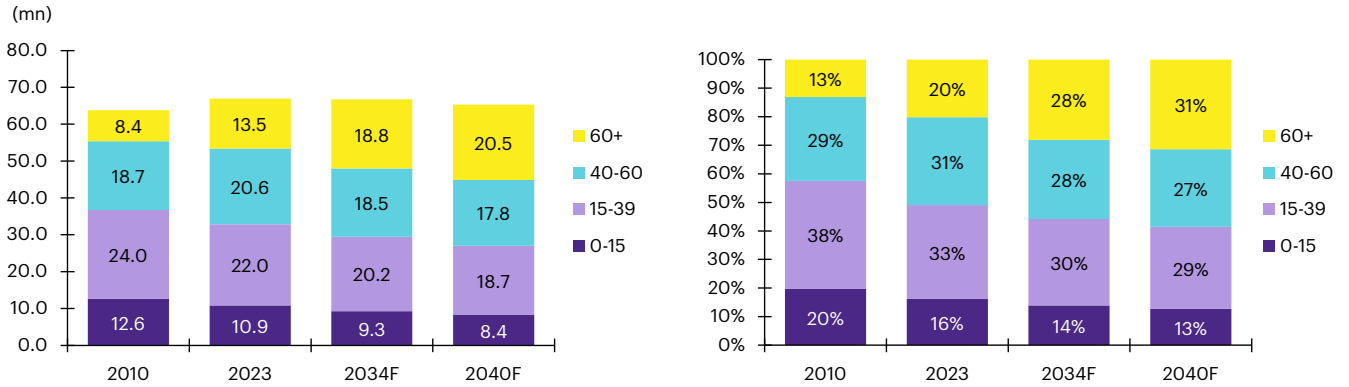
ความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้นในประเทศไทยได้รับปัจจัยหนุนจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากร ข้อมูลจากกรมการปกครองระบุว่า ในปี 2565 ประเทศไทยมีประชากรอายุ 60 ปีขึ้นไป จำนวน 13.5 ล้านคน ซึ่งถือเป็น “สังคมสูงวัยอย่างสมบูรณ์” เนื่องจากสัดส่วนประชากรอายุ 60 ปีขึ้นไปมีมากถึง 20% ของประชากรทั้งหมด (หรือสัดส่วนประชากรอายุ 65 ปีขึ้นไป มากกว่า 14%) ทั้งนี้เมื่ออ้างอิงจากการคาดประมาณประชากรของประเทศไทย พ.ศ. 2553-2583 (ฉบับปรับปรุง) ประเทศไทยจะเป็น “สังคมสูงวัยระดับสุดยอด” ในปี 2577 เมื่อสัดส่วนประชากรอายุ 60 ปีขึ้นไปอยู่ที่ 28% (หรือสัดส่วนประชากรอายุ 65 ปีขึ้นไป มากกว่า 20%)

เมื่อมองในภาพรวมทั่วโลก เราพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสัดส่วนผู้สูงอายุต่อประชากรทั้งหมดกับเปอร์เซ็นต์ของค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพต่อ GDP เนื่องจากผู้สูงอายุมักต้องการการดูแลสุขภาพมากขึ้น ทั้งนี้เมื่อประชากรผู้สูงอายุในประเทศไทยเพิ่มขึ้น ความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ก็จะเพิ่มขึ้นเช่นกัน และจะทำให้ค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพต่อ GDP เพิ่มขึ้นตามไปด้วย ซึ่งจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนระยะยาวสำหรับกลุ่มการแพทย์ของไทย

การแพทย์

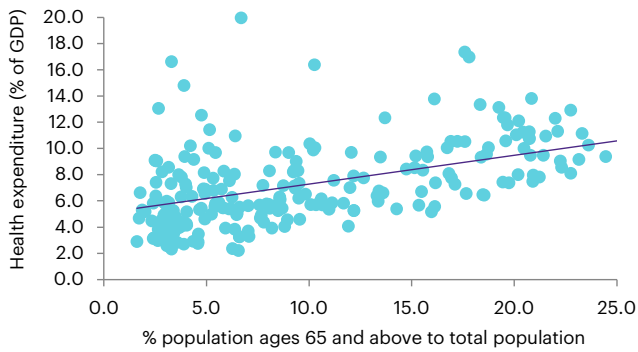
ตามข้อมูลจากองค์การอนามัยโลก (WHO) ในปี 2564 ค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพของประเทศไทยต่อ GDP อยู่ที่ 5.2% ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยทั่วโลกที่ 10.4% หากเราใช้ประเทศญี่ปุ่นเป็น benchmark ประเทศญี่ปุ่นมีประชากรผู้สูงอายุ (อายุ 65 ปีขึ้นไป) คิดเป็นสัดส่วน 30.1% ของประชากรทั้งหมด และมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพต่อ GDP ของประเทศสูงถึง 10.8%

Figure 8: ประเทศไทยจะกลายเป็น “สังคมสูงวัยระดับสุดยอด” ในปี 2577 เมื่อสัดส่วนประชากรอายุ 60 ปีขึ้นไปของประเทศไทยอยู่ที่ 28%



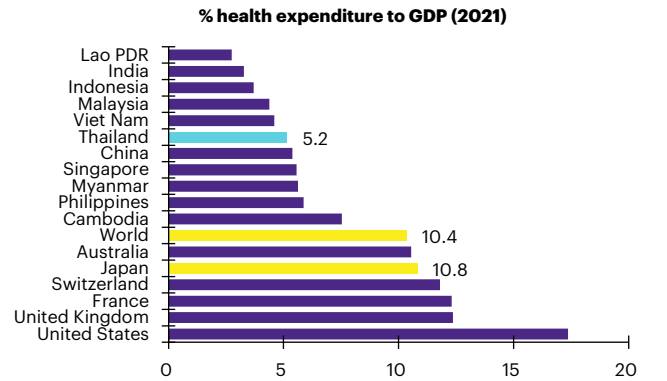
Source: Department of Provincial Administration, Office of the National Economic and Social Development Council and InnovestX Research

Figure 9: มีค่า correlation เชิงบวกระหว่างสัดส่วนผู้สูงอายุต่อประชากรทั้งหมดกับเปอร์เซ็นต์ของค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพต่อ GDP



Source: WHO and InnovestX Research

Figure 10: ประเทศไทยยังมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพต่อ GDP อยู่ในระดับต่ำ



Source: WHO and InnovestX Research

บริการ SC: มี overhang ระยะสั้นจากการจ่ายค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ใน 2H67

overhang จากโอกาสที่งบประมาณสำหรับจ่ายค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) จะมีไม่เพียงพอ ใน 2H67 เรามองว่าโรงพยาบาลเอกชนที่เข้าร่วมให้บริการ SC จะเผชิญ overhang จากโอกาสที่งบประมาณสำหรับจ่ายค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในปี 2567 อาจจะไม่เพียงพอ โดยที่ผ่านมางบประมาณที่ไม่เพียงพอทำให้เกิดการปรับลดการจ่ายเงินประกันสังคมในค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) สำหรับการให้บริการในเดือนธ.ค. 2565 และพ.ย.-ธ.ค. 2566 ซึ่งส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานทำให้ใน 4Q66 และ 2Q67 โรงพยาบาลต้องมีการปรับลดรายได้ที่ได้อัตราที่ 12,000 บาท/RW

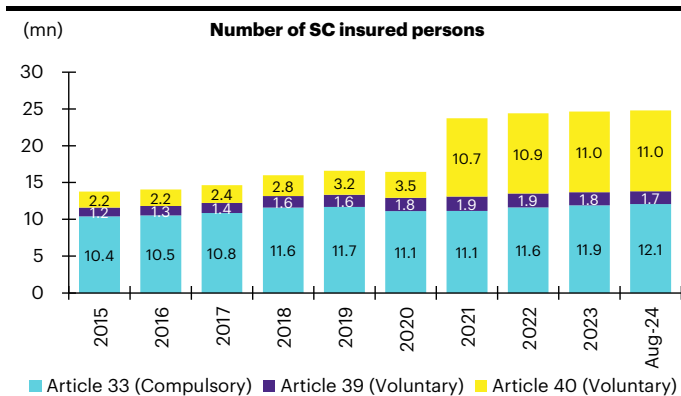
สำหรับการให้บริการในปี 2567 BCH ซึ่งเป็นเครือข่ายโรงพยาบาลเอกชนรายใหญ่ที่สุดที่ให้บริการ SC ได้รับเงินตามอัตราที่กำหนดที่ 12,000 บาท/RW จนถึงเดือนเม.ย. 2567 BCH เผยว่าบริษัทจะบันทึกรายได้ค่า RW>2 ที่ 12,000 บาท/RW สำหรับ 1Q-3Q67 แต่จะบันทึกรายได้ค่า RW>2 ในอัตราลดลงที่ 7,200 บาท/RW ใน 4Q67 (ซึ่งเป็นอัตราจ่ายจริงสำหรับเดือนพ.ย.-ธ.ค. 2566) ตามหลักความระมัดระวังในกรณีที่ยังไม่เพียงพออีกครั้งในปี 2567 ซึ่งเรามองว่าจะทำให้รายได้และกำไรปกติใน 4Q67 ของ BCH ลดลงทั้ง YoY และ QoQ จากการสอบถาม CHG และ RJH ทั้ง 2 บริษัทจะยังคงบันทึกรายได้ค่า RW>2 ในอัตราเดิมที่ 12,000 บาท/RW ใน 4Q67

แนวทางการลดผลกระทบจากความเสียดังกล่าว เงินกองทุนประกันสังคมสำหรับ 4 กรณี (เจ็บป่วย คลอดบุตร ทุพพลภาพ และเสียชีวิต) ยังคงเพิ่มขึ้นหลังจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 คลี่คลาย อย่างไรก็ตาม BCH ให้ความเห็นว่าการที่งบประมาณสำหรับจ่ายค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ที่ไม่เพียงพอเกิดขึ้นจากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่สูงกว่าคาด ดังนั้นเพื่อแก้ไขปัญหานี้ โรงพยาบาลเอกชนที่เข้าร่วมโครงการประกันสังคมและสำนักงานประกันสังคมอยู่ระหว่างการร่วมมือกันหาทางออก เช่น การรับประกันอัตราการจ่ายเงินให้เหมาะสมกับความต้องการใช้บริการที่เพิ่มขึ้น

จำนวนผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมตามมาตรา 33 และ 39 (ผู้มีสิทธิรับการรักษาพยาบาล) เพิ่มขึ้นเป็น 13.7 ล้านคน ณ เดือนส.ค. 2567 จาก 11.6 ล้านคนในปี 2558 ในจำนวนนี้ ประมาณ 30% เป็นผู้ประกันตนภายใต้โรงพยาบาลเอกชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ส่วนที่เหลือจะอยู่ในโรงพยาบาลรัฐและโรงพยาบาลเอกชนอื่นๆ จากการที่โรงพยาบาลเอกชนมีบทบาทสำคัญอย่างมากในการดูแลรักษาผู้ประกันตนภายใต้ระบบ SC ดังนั้น BCH จึงคาดว่า จะได้ข้อสรุปในปีนี้ ก่อนที่โรงพยาบาลเอกชนจะเซ็นสัญญาสำหรับการให้บริการ SC ในปี 2568

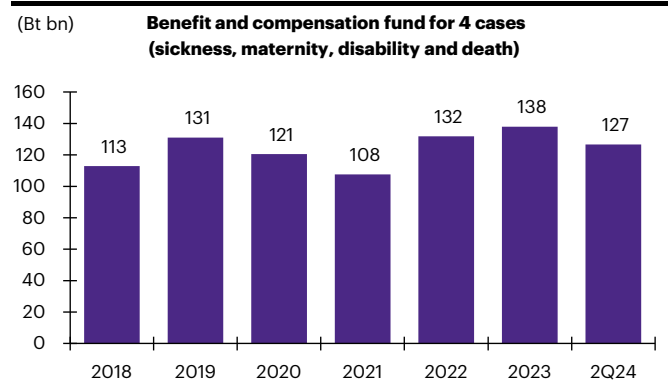
BDMS ได้รับผลกระทบจากบริการ SC ค่อนข้างจำกัดเมื่อเทียบกับ RJH BCH และ CHG ในระหว่างที่ยังมี overhang ของการจ่ายค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) เรามองว่าผลกระทบต่อ BDMS จะมีจำกัด เนื่องจากบริการ SC คิดเป็นสัดส่วนเพียง ~2% ของรายได้ ต่ำกว่า RJH ที่คิดเป็นสัดส่วน 51% ของรายได้, BCH ที่ 33% และ CHG ที่ 29% ใน Figure 15 เมื่อใช้สมมติฐานว่า CHG และ RJH ตัดสินใจบันทึกอัตราค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ใน 4Q67 ลดลงตามหลักความระมัดระวังที่ 7,200 บาท/RW และปรับลดอัตราค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) โดยเฉลี่ยลงอยู่ที่ 10,800 บาท/RW ตั้งแต่ปี 2567 เป็นต้นไป (ซึ่งเป็นสมมติฐานที่เราใช้สำหรับ BCH) เราประเมินว่ากำไรในปี 2567-2568 จะมี downside ราว 5-6%

Figure 11: จำนวนผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมของไทยเพิ่มขึ้น



Source: Social Security Office and InnovestX Research
จำนวนผู้ประกันตนในระบบประกันสังคม (มาตรา 40) เพิ่มขึ้นในปี 2564 เนื่องจากรัฐบาลให้ความช่วยเหลือการว่างงานในช่วงที่เกิดสถานการณ์แพร่ระบาดของ COVID-19

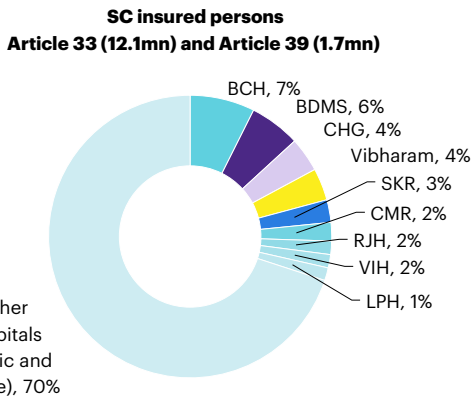
Figure 12: กองทุนประกันสังคมสำหรับ 4 กรณีปรับตัวเพิ่มขึ้นหลัง COVID-19 คลี่คลาย



Source: Social Security Office and InnovestX Research

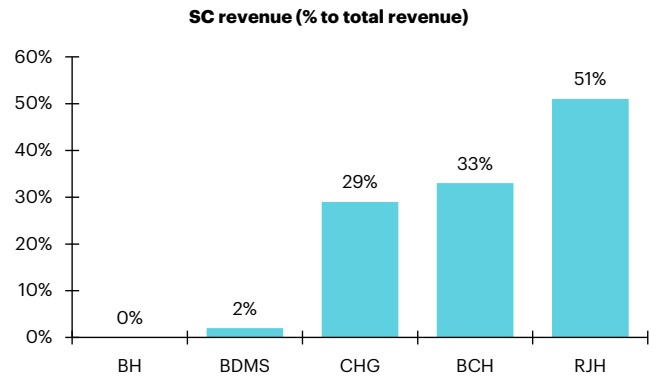
การแพทย์

Figure 13: ผู้ประกันตนในระบบประกันสังคม ~30% เป็นผู้ประกันตนภายใต้โรงพยาบาลเอกชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์



Source: Social Security Office and InnovestX Research

Figure 14: สัดส่วนรายได้จากบริการ SC



Source: Social Security Office, company data and InnovestX Research

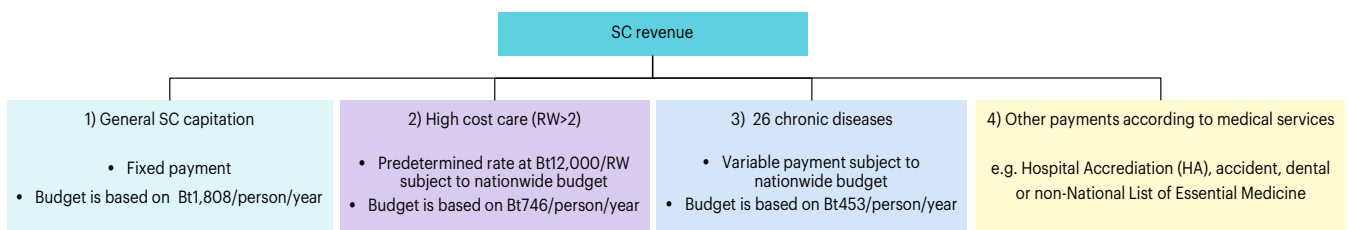
Figure 15: ประเมินผลกระทบจากการบันทึกรายได้ค่ารักษาโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ใน 4Q67 ในอัตราลดลงที่ 7,200 บาท/RW ต่อกำไร

การจ่ายค่ารักษาโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูงจริง (บาท/RW)	2564	2565	2566	2567
มกราคม	12,000	12,000	12,000	12,000
กุมภาพันธ์	12,000	12,000	12,000	12,000
มีนาคม	12,000	12,000	12,000	12,000
เมษายน	12,000	12,000	12,000	12,000
พฤษภาคม	12,000	12,000	12,000	12,000
มิถุนายน	12,000	12,000	12,000	12,000
กรกฎาคม	12,000	12,000	12,000	12,000
สิงหาคม	12,000	12,000	12,000	12,000
กันยายน	12,000	12,000	12,000	12,000
ตุลาคม	12,000	12,000	12,000	7,200 ⁽³⁾
พฤศจิกายน	12,000	12,000	7,200 ⁽²⁾	7,200 ⁽³⁾
ธันวาคม	12,000	10,000 ⁽¹⁾	7,200 ⁽²⁾	7,200 ⁽³⁾
อัตราเฉลี่ยต่อปี	12,000	11,833	11,200	10,800
% เปลี่ยนแปลงจากอัตราที่กำหนดไว้ที่ 12,000 บาท/RW	0%	-1.4%	-6.7%	-10.0%

ช่วงเวลาให้บริการที่มีการปรับลด จำนวนเงินที่จ่ายจริง	ช่วงที่ส่งผลกระทบต่อกำไรขาดทุน	Earnings impact (Bt mn)		
		BCH	CHG	RJH
(1) ธันวาคม 2565	4Q23	เกิดขึ้นแล้ว	(8)	(3)
(2) พฤศจิกายน-ธันวาคม 2566	2Q24	เกิดขึ้นแล้ว	(60)	(15)
(3) ตุลาคม-ธันวาคม 2567	4Q24	คาดการณ์	(100)	(23)
% downside ต่อกำไร 2567		รวมในประมาณการแล้ว	-6%	-5%
% downside ต่อกำไร 2568		รวมในประมาณการแล้ว	-5%	-5%

Source: InnovestX Research

Figure 16: โครงสร้างรายได้ SC แยกตามประเภทบริการ/การจ่ายเงิน



Source: Social Security Office and InnovestX Research

แนวโน้มกำไร

3Q67 จะเป็นไตรมาสที่แข็งแกร่งสำหรับ BDMS และ BH เราคาดว่า BDMS และ BH จะรายงานกำไรปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใน 3Q67 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่สูง เนื่องจากโดยปกติแล้วไตรมาส 3 จะเป็นช่วงไฮซีซั่นสำหรับกลุ่มการแพทย์ โดยได้รับแรงหนุนจากโรคตามฤดูกาล (บริการผู้ป่วยชาวไทย) และภาพรวมการท่องเที่ยวไทยที่ดีขึ้น (บริการผู้ป่วยชาวต่างชาติ) เราคาดว่ารายได้ของ BDMS จะเติบโต 10% YoY ในปี 3Q67 เติบโต 7% YoY ใน 2Q67 โดยได้รับแรงหนุนจากรายได้ที่แข็งแกร่งจากบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติและการดำเนินงานของโรงพยาบาลในต่างจังหวัด เราคาดว่ารายได้ของ BH จะเติบโต 4% YoY ใน 3Q67 กลับสู่ภาวะปกติจากที่เติบโต 6% YoY ใน 1H67 ซึ่งเป็นผลมาจากการได้รับประโยชน์ลดน้อยลงจากการปรับขึ้นค่ารักษาพยาบาล (การปรับขึ้นค่ารักษาพยาบาลอยู่ที่ 6% ใน 1H67 และจากนั้นจะลดลงมาอยู่ที่ 4% ใน 2H67)

ใน 2H67 บริการ SC จะทำให้กำไรของ BCH CHG และ RJH มีความผันผวน และโรงพยาบาลใหม่จะสร้างแรงกดดันต่อ CHG และ RJH BCH จะบันทึกรายได้ค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในอัตราที่ลดลงตามหลักความระมัดระวังที่ 7,200 บาท/RW ใน 4Q67 (เทียบกับอัตราที่กำหนดไว้ที่ 12,000 บาท/RW ซึ่งบริษัทบันทึกเป็นรายได้ใน 1Q-3Q67) เพื่อรับมือกับโอกาสที่งบประมาณอาจไม่เพียงพออีกครั้งในปี 2567 ซึ่งเราคาดว่าจะทำให้กำไรปกติใน 4Q67 ของ BCH ลดลงทั้ง YoY และ QoQ เรามองว่าโรงพยาบาลใหม่จะสร้างแรงกดดันต่อกำไรของ CHG และ RJH นอกจากนี้ CHG และ RJH จะยังคงบันทึกรายได้ค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในอัตราเดิมที่ 12,000 บาท/RW ใน 4Q67 แต่กำไรใน 4Q67 จะอ่อนแอกว่าที่เราประเมินไว้หาก CHG และ RJH ตัดสินใจบันทึกรายได้ค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในอัตราที่ลดลงใน 4Q67

Figure 17: แนวโน้มกำไร 3Q-4Q67

Core earnings (Bt mn)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F		4Q24F	
					YoY	QoQ	YoY	QoQ
BCH	456	485	326	337	+	+	-	-
					การเติบโต YoY ได้แรงหนุนจากบริการใหม่ๆ: ศูนย์มะเร็งรังสีรักษา เกษมราษฎร์ธานี และบริการทันตกรรมเคลื่อนที่ และการดำเนินงานที่ดีขึ้นที่โรงพยาบาลใหม่ 3 แห่ง ในขณะที่การเติบโต QoQ เกิดจากปัจจัยฤดูกาล		BCH จะบันทึกรายได้ SC สำหรับค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในอัตราที่ลดลงใน 4Q67 ตามหลักความระมัดระวังที่ 7,200 บาท/RW จาก 12,000 บาท/RW เพื่อรับมือกับโอกาสที่งบประมาณจะไม่เพียงพอในปี 2567 ซึ่งส่งผลกระทบต่อกำไรลดลงทั้ง YoY และ QoQ	
BDMS	3,890	3,954	4,074	3,335	+	+	+	-
					เราคาดว่ากำไรปกติจะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใน 3Q67 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่คาดว่าจะเติบโตสูงสุดถึง 10% YoY เติบโตขึ้นจากที่เติบโต 7% YoY ใน 2Q67 จากรายได้ที่แข็งแกร่งจากบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติและการดำเนินงานของโรงพยาบาลในต่างจังหวัด ในขณะที่การเติบโต QoQ เกิดจากปัจจัยฤดูกาล		กำไรที่เติบโต YoY ได้แรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากบริการผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติ และ EBITDA margin ที่กว้างขึ้น ในขณะที่กำไรที่ลดลง QoQ เกิดจากปัจจัยฤดูกาล	
BH	1,948	1,702	1,975	1,937	+	+	+	-
					เราคาดว่ากำไรจะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ แต่การเติบโต YoY จะกลับสู่ภาวะปกติ เราคาดว่ารายได้ของ BH จะเติบโต 4% YoY ใน 3Q67 กลับคืนสู่ภาวะปกติ จากที่เติบโต 6% YoY ใน 1H67 เนื่องจากได้รับประโยชน์น้อยลงจากการปรับขึ้นค่ารักษาพยาบาล (การปรับขึ้นค่ารักษาพยาบาลอยู่ที่ 6% ใน 1H67 และจากนั้นปรับลดลงมาอยู่ที่ 4% ใน 2H67) ในขณะที่การเติบโต QoQ เกิดจากปัจจัยฤดูกาล		กำไรที่เติบโต YoY ได้แรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่กำไรที่ลดลง QoQ เกิดจากปัจจัยฤดูกาล	
CHG	326	274	264	235	=	+	=	-
					การดำเนินงานที่เติบโตที่โรงพยาบาลเดิมจะถูกลดทอนโดยผลขาดทุนที่โรงพยาบาลใหม่: โรงพยาบาลจุฬารัตน์ แม่สอด จังหวัดตาก และ Chularat Medical Center ดังนั้นเราคาดว่ากำไรจะอยู่ในระดับทรงตัว YoY ในขณะที่การเติบโต QoQ เกิดจากปัจจัยฤดูกาล		กำไรที่ลดลง QoQ เกิดจากปัจจัยฤดูกาล CHG จะยังคงบันทึกรายได้ค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในอัตราเดิมที่ 12,000 บาท/RW ใน 4Q67 แต่กำไรใน 4Q67 จะอ่อนแอกว่าที่เราประเมินไว้หาก CHG ตัดสินใจบันทึกรายได้ค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในอัตราที่ลดลงใน 4Q67	
RJH	121	99	116	133	=	-	=	-
					กำไรจะมีแรงกดดันจากค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นที่โรงพยาบาลใหม่ คือ โรงพยาบาลรังสีรักษา ราชธานี ในจังหวัดอยุธยา (เปิดดำเนินการในเดือน ม.ค. 2567) และโรงพยาบาลราชธานี นนทบุรี ในจังหวัดสระบุรี (จะเปิดดำเนินการในเดือน ต.ค. 2567)		กำไรที่ลดลง QoQ เกิดจากปัจจัยฤดูกาลและผลขาดทุนที่คาดว่าจะเกิดจากโรงพยาบาลราชธานี นนทบุรี ในจังหวัดสระบุรี (เปิดดำเนินการในเดือน ต.ค. 2567) RJH จะยังคงบันทึกรายได้ค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในอัตราเดิมที่ 12,000 บาท/RW ใน 4Q67 แต่กำไรใน 4Q67 จะอ่อนแอกว่าที่เราประเมินไว้หาก RJH ตัดสินใจบันทึกรายได้ค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในอัตราที่ลดลงใน 4Q67	

Source: InnovestX Research

BCH CHG และ BDMS จะรายงานกำไรเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มในปี 2567-2569 สำหรับในระยะยาว เราประเมินได้ว่ากำไรปกติของกลุ่มการแพทย์จะเติบโตที่ CAGR 7% ในปี 2567-2569 บริษัทที่เราคาดว่ากำไรจะเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม คือ BCH CHG และ BDMS โดยเราคาดว่ากำไรปกติปี 2567-2569 จะเติบโตที่ CAGR 13% สำหรับ BCH, 11% สำหรับ CHG และ 8% สำหรับ BDMS กำไรที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งสำหรับ BCH และ CHG เกิดจากฐานกำไรระดับต่ำในปี 2567 และการดำเนินงานที่ดีขึ้นที่โรงพยาบาลใหม่ กำไรที่เติบโตของ BDMS ได้แรงหนุนจากรายได้ที่เติบโตและมาร์จิ้นที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น เราประเมินได้ว่ากำไรปกติปี 2567-2569 จะเติบโตที่ CAGR 2% สำหรับ BH และ 3% สำหรับ RJH ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม เพราะได้รับแรงกดดันจากการโรงพยาบาลใหม่ที่มีกำหนดเปิดดำเนินการในปี 2568-2569

Figure 18: ประมาณการกำไรปี 2567-2569

Core earnings (Bt mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2024F	2026F	% YoY			CAGR in 2024-26
									2024F	2025F	2026F	
BCH	1,240	1,262	6,846	4,033	1,492	1,511	1,794	1,929	1	19	8	13
BDMS	9,560	6,037	7,736	12,606	14,375	16,182	17,481	18,747	13	8	7	8
BH	3,748	1,199	1,226	4,941	6,918	7,765	8,151	8,109	12	5	(1)	2
CHG	756	877	4,204	2,778	1,092	1,121	1,276	1,380	3	14	8	11
RJH	396	412	1,012	1,029	420	474	460	502	13	(3)	9	3
Sector average									8	9	6	7

Source: InnovestX Research

Figure 19: ประมาณการกำไรของ INVX เทียบ consensus

Core earnings (Bt mn)	INVX			Consensus			INVX vs. consensus		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
BCH	1,511	1,794	1,929	1,578	1,804	2,000	-4%	-1%	-4%
BDMS	16,182	17,481	18,747	15,914	17,333	19,158	2%	1%	-2%
BH	7,765	8,151	8,109	7,791	8,327	8,332	0%	-2%	-3%
CHG	1,121	1,276	1,380	1,144	1,314	1,449	-2%	-3%	-5%
RJH	474	460	502	447	439	459	6%	5%	9%

Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

กลยุทธ์การลงทุน

เรามีนูมมอชิงบวกและให้น้ำหนัก Overweight กลุ่มการแพทย์ โดยมี BDMS (OUTPERFORM, ราคาเป้าหมาย 36 บาท/หุ้น) เป็นหุ้นเด่น เราชอบ BDMS เนื่องจาก: 1) กำไรระยะสั้นแข็งแกร่ง; เราคาดว่ากำไรปกติ 3Q67 จะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ 2) กำไรระยะยาวแข็งแกร่ง; เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตที่ CAGR 8% ในปี 2567-2569 เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 7% และคู่แข่งโดยตรงอย่าง BH ที่ 2% และ 3) valuation ไม่แพง; ใน 3Q67TD ราคาหุ้น BDMS ปรับตัวขึ้นมา 12% ใกล้เคียงกับการปรับตัวเพิ่มขึ้นของ SET แต่ซื้อขายที่ PE 2567 ระดับ 29 เท่า ใกล้เคียงระดับ -2SD ของ PE เฉลี่ยในอดีต

ในกลุ่มโรงพยาบาลที่ให้บริการ SC ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจะมาจากข้อสรุปเกี่ยวกับการจ่ายเงินค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ซึ่งคาดว่าจะเห็นความชัดเจนใน 4Q67 เราชอบ BCH (OUTPERFORM, ราคาเป้าหมาย 21 บาท/หุ้น) ใน 3Q67TD หุ้นโรงพยาบาลที่ให้บริการ SC คือ CHG ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5% BCH ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1%, แต่ RJH ปรับตัวลดลง 6% ซึ่งให้ผลตอบแทนน้อยกว่า SET BDMS และ BH เพราะถูกดุดิ่งโดย overhang จากบริการ SC เรามองว่าปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจะมาจากข้อสรุปเกี่ยวกับการจ่ายเงินค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ซึ่งคาดว่าจะเห็นความชัดเจนใน 4Q67 ในกลุ่มโรงพยาบาลที่ให้บริการ SC เราชอบ BCH เนื่องจาก: 1) กำไรมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งกว่าผู้ประกอบการโรงพยาบาลที่ให้บริการ SC รายอื่นๆ โดยที่เราคาดว่ากำไรปกติปี 2567-2569 จะเติบโตที่ CAGR 13% สำหรับ BCH สูงกว่า 11% สำหรับ CHG และ 3% สำหรับ RJH 2) การยึดหลักความระมัดระวังในการรับรู้อย่างได้ค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) จะทำให้กำไรของ BCH มี downside น้อยกว่า CHG และ RJH และ 3) ปัจจุบันหุ้น BCH ซื้อขายที่ PE ปี 2567 ระดับ 29 เท่า ใกล้เคียงระดับ -1SD ของ PE เฉลี่ยในอดีต

BDMS และ BCH ได้รับการจัดอันดับ SET ESG Ratings ที่ระดับ AA ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความคืบหน้าอย่างมีนัยสำคัญในการเปิดเผยข้อมูล ESG เช่น ข้อมูลการจัดการความเสี่ยง ESG นโยบายการจัดการสิ่งแวดล้อม ข้อมูลผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม และการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับพนักงาน ชุมชน และสังคมผ่านกระบวนการทางธุรกิจ

ความเสี่ยงและความกังวล ความเสี่ยง ได้แก่: 1) เหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด เช่น โรคระบาดใหญ่ และภัยพิบัติ ที่จะส่งผลกระทบต่อทำให้ผู้ป่วยชะลอการเข้าใช้บริการ 2) เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจทำให้เกิดการชะลอการรักษารักษาโรคที่ไม่เร่งด่วนและความไม่สะดวกของผู้ป่วยต่างชาติที่เดินทางมารับการรักษาพยาบาลในประเทศไทย 3) การดำเนินงานที่อ่อนแอของโรงพยาบาลที่เปิดใหม่ 4) การแข่งขันรุนแรง 5) การขาดแคลนบุคลากร และ 6) ความเสี่ยงด้านกฎหมาย เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่ง BCH BDMS BH CHG และ RJH นำเอาระบบบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

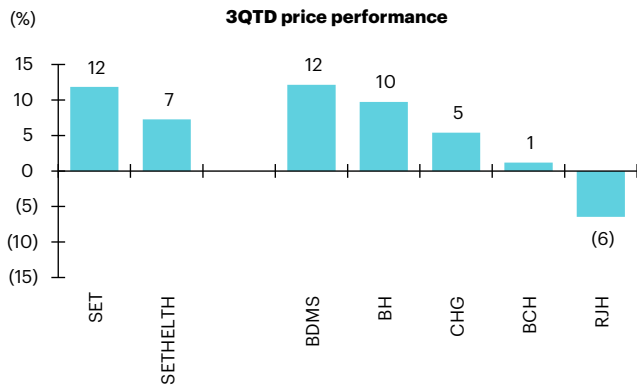
Figure 20: BDMS เป็นหุ้นเด่นของเรา

	คำแนะนำ	ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567	ริกรมลงทุน	Valuation	SET ESG ratings
BDMS	หุ้นเด่น Outperform	36 บาท/หุ้น DCF (WACC ที่ 7%, การเติบโตระยะยาวที่ 3%)	กำไรปกติจะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใน 3Q67 คาดกำไรปกติเติบโตแข็งแกร่งที่ CAGR 8% ในปี 2567-2569 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 7%	BDMS ซื้อขายที่ PE ปี 2567 ระดับ 29 เท่า ใกล้เคียงกับระดับ -2SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต	AA
BCH	Outperform	21 บาท/หุ้น DCF (WACC ที่ 7%, การเติบโตระยะยาวที่ 3%)	ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจะมาจากข้อสรุปเกี่ยวกับการจ่ายเงินค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ซึ่งคาดว่าจะเห็นความชัดเจนใน 4Q67 กำไรมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มโรงพยาบาลที่ให้บริการ SC: เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตที่ CAGR 13% ในปี 2567-2569	BCH ซื้อขายที่ PE ปี 2567 ระดับ 29 เท่า ใกล้เคียงกับระดับ -1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต	AA
CHG	Neutral	2.9 บาท/หุ้น DCF (WACC ที่ 6.8%, การเติบโตระยะยาวที่ 3%)	ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจะมาจากข้อสรุปเกี่ยวกับการจ่ายเงินค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ซึ่งคาดว่าจะเห็นความชัดเจนใน 4Q67 เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตที่ CAGR 11% ในปี 2567-2569	CHG ซื้อขายที่ PE ปี 2567 ระดับ 27 เท่า ต่ำกว่าระดับ -1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต	Not included
BH	Neutral	300 บาท/หุ้น DCF (WACC ที่ 7.1%, การเติบโตระยะยาวที่ 3%)	กำไรปกติจะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใน 3Q67 เราคาดว่ากำไรปกติของ BH จะเติบโตที่ CAGR 2% ในปี 2567-2569 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม เพราะได้รับแรงกดดันจากการเปิดโรงพยาบาลใหม่	BH ซื้อขายที่ PE ปี 2567 ระดับ 28 เท่า ใกล้เคียงกับระดับ -1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต	Not included
RJH	Neutral	28 บาท/หุ้น DCF (WACC ที่ 6%, การเติบโตระยะยาวที่ 1.5%)	ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจะมาจากข้อสรุปเกี่ยวกับการจ่ายเงินค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ซึ่งคาดว่าจะเห็นความชัดเจนใน 4Q67 เราประเมินว่ากำไรปกติของ RJH จะเติบโตที่ CAGR 3% ในปี 2567-2569 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม เพราะได้รับแรงกดดันจากการเปิดโรงพยาบาลใหม่	RJH ซื้อขายที่ PE ปี 2567 ระดับ 15 เท่า ใกล้เคียงระดับ -1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต	Not included

Source: InnovestX Research

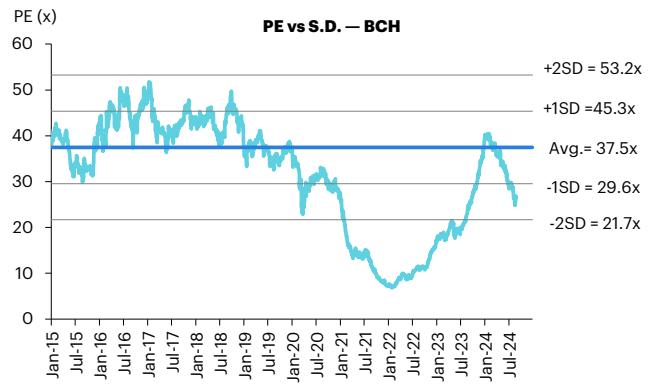
การแพทย์

Figure 21: Share price performance



Source: SET and InnovestX Research

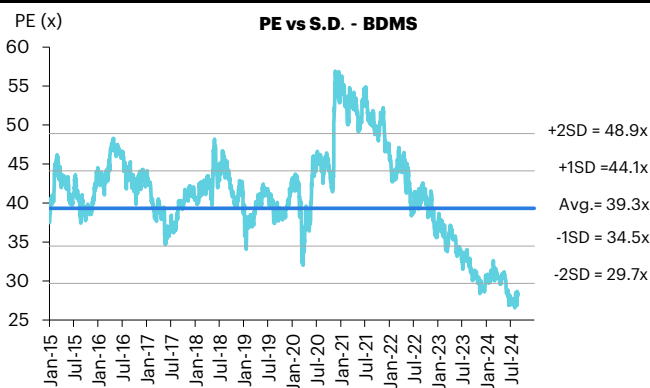
Figure 22: BCH PE band



Source: SET and InnovestX Research

PE band since 2015, excluding 2020-22 which is an exceptional COVID-19 period

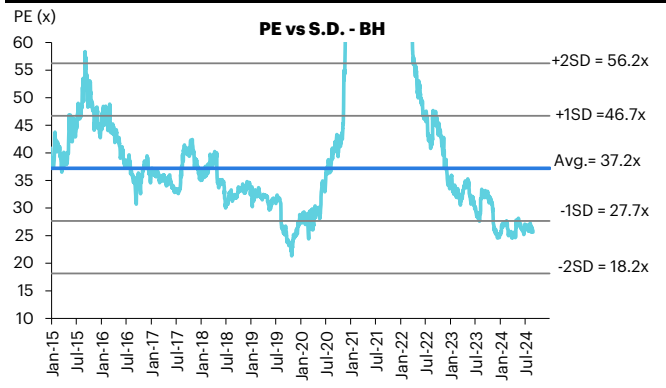
Figure 23: BDMS PE band



Source: SET and InnovestX Research

PE band since 2015, excluding 2020-21 which is an exceptional COVID-19 period

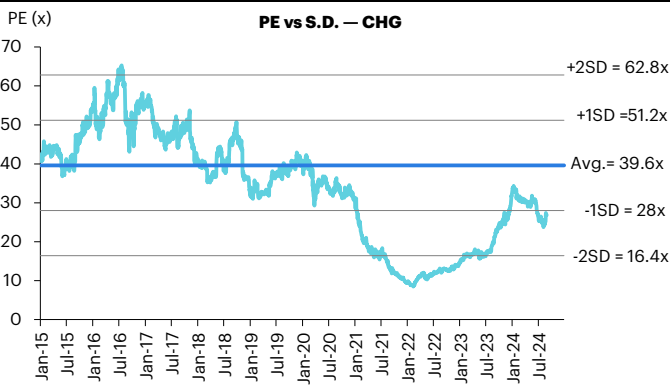
Figure 24: BH PE band



Source: SET and InnovestX Research

PE band since 2015, excluding 2020-21 which is an exceptional COVID-19 period

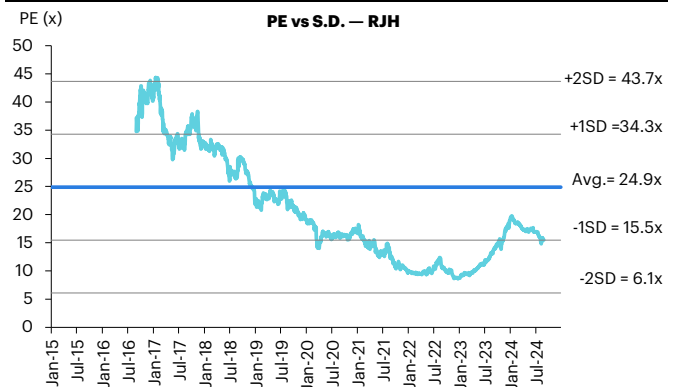
Figure 25: CHG PE band



Source: SET and InnovestX Research

PE band since 2015, excluding 2020-22 which is an exceptional COVID-19 period

Figure 26: RJH PE band



Source: SET and InnovestX Research

PE band since 2015, excluding 2020-22 which is an exceptional COVID-19 period

Figure 27: สรุปข้อมูล ESG

	BCH	BDMS	BH	CHG	RJH
SET ESG ratings	AA	AA	Not Included	Not Included	Not Included
Bloomberg ESG Financial Materiality Score (2022)	3.58	3.52	5.08	2.67	N/A
Rank in Sector	2/25	3/25	1/25	4/25	N/A
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	<ul style="list-style-type: none"> BCH มีเป้าหมายการลดใช้พลังงานไฟฟ้าของโรงพยาบาลในเครือลงร้อยละ 0.3 ภายในปี 2567 เมื่อเทียบฐานปี 2565 โดยกรรวมมือกับระหว่างสาขาเพื่อดำเนินโครงการประหยัดพลังงาน อาทิ การติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปในสาขาโรงพยาบาลเพิ่มเติม การเปลี่ยนอุปกรณ์เดิมเป็นอุปกรณ์ประหยัดพลังงาน BCH มีเป้าหมายการลดของเสียต่อจำนวนผู้ใช้บริการ เช่น การรณรงค์ให้พนักงานลดการใช้บรรจุภัณฑ์แบบใช้ครั้งเดียวโดยไม่จำเป็น รวมถึงการลดการดำเนินงานของเสียจากอาหารเหลือทิ้ง BCH มีเป้าหมายการลดใช้น้ำของโรงพยาบาลทั้งเครือลงร้อยละ 0.3 ภายในปี 2567 เมื่อเทียบฐานปี 2565 โดยการร่วมมือกับระหว่างสาขาเพื่อดำเนินโครงการประหยัดน้ำ เช่น การเปลี่ยนก๊อกน้ำเดิมเป็นก๊อกน้ำอัตโนมัติซึ่งมีการใช้ให้น้ำเป็นประจํา 	<ul style="list-style-type: none"> BDMS ตั้งเป้าบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 บริษัทได้ดำเนินการวางแผนทางเศรษฐกิจหมุนเวียนมาใช้ในการบริหารจัดการพลังงานและทรัพยากร BDMS ได้กำหนดทิศทางและตั้งเป้าหมายความยั่งยืนปี 2593 ด้วยการเพิ่มสัดส่วนของขยะไม่อันตรายที่ถูกนำไปใช้ประโยชน์เป็น 50% พร้อมทั้งส่งเสริมการใช้บรรจุภัณฑ์พลาสติกที่สามารถนำกลับมาใช้ใหม่ ใช้ซ้ำ หรือย่อยสลายได้ ในปี 2566 มีปริมาณขยะไม่อันตรายทั้งหมดถูกนำไปใช้ประโยชน์ 24.46% สำหรับระยะกลาง ภายในปี 2573 BDMS ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกอย่างน้อย 30% เทียบกับฐานปี 2565 โดยในปี 2566 บริษัทลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลงได้ 24.05% เทียบกับปีฐาน 2565 เราเชื่อว่าแผนด้านสิ่งแวดล้อมของ BDMS จะช่วยปรับปรุงประสิทธิภาพการใช้พลังงานและลดผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อมที่เกิดขึ้นจากกระบวนการทางธุรกิจของบริษัทผ่านกระบวนการออกแบบที่ดีขึ้น การบริหารจัดการ พลังงานสะอาด และอุปกรณ์และเทคโนโลยีที่มีประสิทธิภาพสูง 	<ul style="list-style-type: none"> ในปี 2566 BH ได้คำนวณการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (ขอบเขต 1, 2 และ 3) หรือคาร์บอนฟุตพริ้นท์และรายงานเป็นครั้งแรก ในปี 2566 ปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกอยู่ที่ 33,686 ตันคาร์บอนไดออกไซด์ เทียบเท่า (เพิ่มจาก 31,824 ในปี 2565) อย่างไรก็ตาม ความเข้มข้นการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลดลงจากอยู่ที่ 1.34 ตันคาร์บอนไดออกไซด์ เทียบเท่าต่อรายได้ 1 ล้านบาท (เทียบกับ 1.55 ในปี 2565) BH ดำเนินการประเมินการลดคาร์บอนแรงของน้ำ เช่น การเปลี่ยนอ่างอาบน้ำ การออกแบบระบบควบคุมความชื้น และการระบายอากาศ (HVAC) เพื่อลดปริมาณการใช้ไฟ โดยในปี 2566 ความเข้มข้นของการใช้ไฟอยู่ที่ 21.68 ลูกบาศก์เมตรต่อรายได้ 1 ล้านบาท (ซึ่งลดลงจาก 23.27 ในปี 2565) BH พยายามลดการใช้ผลิตภัณฑ์และกระบวนการที่ก่อให้เกิดขยะทางการแพทย์ที่ต้องได้รับการควบคุม (RMW) และหาทางเลือกอื่นเท่าที่สมารถทำได้ นอกจากนี้ในการลดผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อมจากการใช้ RMW โรงพยาบาลจึงทำการฆ่าเชื้อวัสดุอุปกรณ์ส่วนหนึ่งภายในโรงพยาบาล 	<ul style="list-style-type: none"> CHG ได้ทำการตรวจสอบบำรุงรักษาเครื่องมือและอุปกรณ์ต่างๆ อย่างสม่ำเสมอ รวมถึงดำเนินการเปลี่ยนไปใช้อุปกรณ์ช่วยประหยัดการใช้พลังงานไฟฟ้า เมื่ออิงกับข้อมูลล่าสุดในปี 2565 ปริมาณการใช้ไฟฟ้าต่อวันต่อคนผู้ป่วยในอยู่ที่ 97.06 กิโลวัตต์-ชั่วโมง เทียบกับปี 2562 และปริมาณการใช้ไฟฟ้าต่อรายได้อยู่ที่ 0.0017 กิโลวัตต์-ชั่วโมง (1 ล้านบาท) เป็นไปตามเป้าหมายที่ตั้งไว้ CHG กำหนดให้มีการบริหารจัดการขยะและของเสียภายในโรงพยาบาลอย่างมีประสิทธิภาพและเป็นไปตามมาตรฐานด้านการจัดการสิ่งแวดล้อม เมื่ออิงกับข้อมูลล่าสุดในปี 2565 ปริมาณขยะต่อวันต่อคนผู้ป่วยในอยู่ที่ 10.38 กิโลกรัม และ 0.0019 กิโลกรัมต่อรายได้ (1 ล้านบาท) ซึ่งดีกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ไม่เกิน 10.5 กิโลกรัม และไม่เกิน 0.0025 กิโลกรัมต่อรายได้ CHG จัดกิจกรรมและโครงการประหยัดน้ำในโรงพยาบาลอย่างต่อเนื่อง พร้อมทั้งการติดตามประเมินผลเป็นประจําทุกปี เมื่ออิงกับข้อมูลล่าสุดในปี 2565 บริษัทมีปริมาณการใช้น้ำรวม 70,379 ลูกบาศก์เมตร ลดลง 11.28% จากปี 2564 จากมาตรการและแนวปฏิบัติเกี่ยวกับการใช้น้ำอย่างรู้คุณค่า 	<ul style="list-style-type: none"> การจัดการน้ำเสีย: น้ำเสียที่เกิดจากกระบวนการรักษาของโรงพยาบาล จะได้รับการบำบัดเพื่อให้มีคุณภาพผ่านเกณฑ์มาตรฐานก่อนปล่อยสู่แหล่งน้ำภายนอก การจัดการวัสดุและของเสียอันตราย: บริษัทได้กำหนดการปฏิบัติตามมาตรฐานเกี่ยวกับความคิดแยกขยะ การสวมใส่อุปกรณ์ป้องกัน แนวทางปฏิบัติที่รัดกุม ประสิทธิภาพ รวมถึงกำหนดเส้นทางการและเวลาการนำขยะมาทิ้งเชื้อ
ประเด็นด้านสังคม	<ul style="list-style-type: none"> BCH ให้ความสำคัญกับความปลอดภัยของผู้ป่วยเป็นอันดับแรก บริษัทได้กำหนดนโยบายในการควบคุมคุณภาพการบริการให้เป็นไปตามมาตรฐานทั้งในระดับประเทศและระดับสากล เช่น Hospital Accreditation (HA) และ Joint Commission International (JCI) นอกจากนี้ยังมีแนวทางสำหรับการพัฒนาปรับปรุงอย่างต่อเนื่องและสม่ำเสมอ ในปี 2566 BCH มีชั่วโมงการอบรมของพนักงานเฉลี่ยที่ 9.5 ชั่วโมงต่อคน สูงกว่า 7.6 ชั่วโมงต่อคนในปี 2565 และสูงกว่าเป้าหมายที่ไม่น้อยกว่า 6 ชั่วโมงต่อคน ข้อมูลการประเมินผลความผูกพันของพนักงานมีขอบเขตเพียงโรงพยาบาล เวสต์แคว้น ในปี 2566 ผลการสำรวจการประเมินผลความผูกพันพนักงานคิดเป็นร้อยละ 70 บรรลุเป้าหมายของบริษัท และดีกว่าร้อยละ 68.3 ในปี 2565 	<ul style="list-style-type: none"> ในปี 2566 สำนักงานองค์กรแพทย์ BDMS ได้รับนโยบายจาก BDMS ให้ดำเนินการจัดสร้างหลักสูตรภาคบังคับ (BDMS Mandatory Course) โดยมีเนื้อหาเกี่ยวกับจรรยาบรรณ และแนวปฏิบัติที่ดีของแพทย์และทันตแพทย์ รวมถึงข้อมูลเกี่ยวกับ PDPA ข้อมูลกฎหมายที่เกี่ยวข้องในการดูแลผู้ป่วยที่ใช้สิทธิประกันที่แพทย์ต้องทราบเพื่อสื่อสารและสร้างความเข้าใจต่อแนวปฏิบัติที่ถูกต้อง BDMS ได้กำหนดให้มีคู่มือการพัฒนาคุณภาพและแผนด้านความปลอดภัยของผู้ป่วย เพื่อเพิ่มความพึงพอใจในการรับบริการของผู้รับบริการและสร้างความสอดคล้องให้กับบุคลากร และแพทย์ อันจะนำมาเพื่อความสุขของผู้ป่วยใจมาที่การรักษามากกว่าจนถึงความสุขของคนในครอบครัวที่อยู่ใกล้ชิดกับคนไข้ ทั้งนี้ คู่มือดังกล่าวครอบคลุมการประเมินและการปรับปรุงโครงสร้างการกำกับดูแลและการบริหารจัดการดำเนินงานตามมาตรฐาน JCI มาตรฐาน HA รวมถึงข้อกำหนดที่เกี่ยวข้อง โดยผลดำเนินงานจะรายงานต่อคณะกรรมการที่เกี่ยวข้องอย่างน้อยรายไตรมาส 	<ul style="list-style-type: none"> BH ปฏิบัติตามมาตรฐานการดำเนินงานขององค์กร Joint Commission International (JCI) ซึ่งถือเป็นองค์กรอิสระผู้ประเมินด้านคุณภาพและมาตรฐานความปลอดภัยของโรงพยาบาล และเป็นที่ยอมรับจากสถาบันบริการด้านสุขภาพทั้งในยุโรปและสหรัฐอเมริกา BH ปรับปรุงกระบวนการบริหารทรัพยากรบุคคลและนำเทคโนโลยีมาใช้ในการทำงาน ในปี 2566 อัตราการฝึกอบรมเฉลี่ยต่อคนต่อปีคือ 72.43 ชั่วโมง ซึ่งลดลงจาก 55.58 ชั่วโมงในปี 2565 	<ul style="list-style-type: none"> CHG เน้นย้ำในเรื่องของคุณภาพการบริการที่ได้มาตรฐานสากลของ Joint Commission International (JCI) และมาตรฐานการรับรองกระบวนการคุณภาพสถานพยาบาลของประเทศ ไทยของ The Healthcare Accreditation Institute (HA) ในปี 2566 CHG มีอัตราการเสียชีวิตอันเนื่องมาจากการดำเนินงานของพนักงานเป็น 0, อัตราบาดเจ็บขั้นรุนแรงอันเนื่องมาจากการดำเนินงานเป็น 0, อัตราบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (Loss Time Injury Frequency Rate - LTIFR) เป็น 0 และอัตราการเสียชีวิตอันเนื่องมาจากการเจ็บป่วยจากการดำเนินงานเป็น 0 เป็นไปตามเป้าหมายที่วางไว้ CHG ได้กำหนดนโยบายด้านการฝึกอบรมและพัฒนาบุคลากรไว้ในหลายหลายรูปแบบ ในปี 2566 จำนวนชั่วโมงฝึกอบรมเฉลี่ยอยู่ที่ 41 ชั่วโมง/คน/ปี สูงกว่าเป้าหมายที่วางไว้ที่ 18 ชั่วโมง/คน/ปี 	<ul style="list-style-type: none"> RJH ให้ความสำคัญในการดำเนินการต่างๆ เพื่อลดโอกาสในการเกิดปัญหาด้านความปลอดภัย เนื่องจากเป็นความเสียหายที่อาจกระทบต่อสุขภาพของผู้ป่วยและพนักงานของบริษัทโดยตรง ซึ่งในด้านนโยบายนั้น บริษัทได้จัดให้มีเจ้าหน้าที่ความปลอดภัยในการทำงานระดับวิชาชีพ (ป.จ.ว.) เพื่อตรวจสอบและให้ข้อเสนอแนะและประกอบกรดูแลความปลอดภัย

การแพทย์

	BCH	BDMS	BH	CHG	RJH
ประเด็นด้าน ธรรมาภิบาล	<ul style="list-style-type: none"> BCH ได้ดำเนินแนวทางพัฒนาอย่างยั่งยืนที่คำนึงถึงประเด็นด้านสังคม สิ่งแวดล้อม และบรรษัทภิบาล (ESG) เข้ามาบูรณาการเป็นส่วนหนึ่งในการทำงาน ให้ความสำคัญกับการดำเนินงานที่เป็นธรรมาภิบาลอย่างเต็มที่ โดยมีการตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการที่เป็นอิสระจากฝ่ายบริหาร เพื่อดูแลและตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัท โดยมีการประชุมบอร์ดผู้บริหารเป็นประจำทุกไตรมาส BCH จัดให้มีการประเมินความเสี่ยงด้าน ESG ของธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำจนถึงปลายน้ำ ซึ่งเป็นการช่วยเพิ่มโอกาส ลดความเสี่ยง และเป็นภาระระดับต้น ความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจ เป้าหมายของบริษัท คือ 100% ของมูลค่าธรรมาภิบาลของบริษัทผ่านเว็บไซต์ของบริษัทภายในปี 2567 BCH จัดให้มีการประเมินความเสี่ยงด้าน การคอร์รัปชัน คู่มือปฏิบัติในการต่อต้านคอร์รัปชัน และนโยบายแจ้งเบาะแสและข้อร้องเรียนเป็นลายลักษณ์อักษร เพื่อให้คณะกรรมการบริษัท ผู้บริหารและพนักงานทุกระดับรับทราบและยึดถือปฏิบัติอย่างเคร่งครัด ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2566 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 12 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการที่เป็นผู้บริหารจำนวน 7 ท่าน และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารจำนวน 5 ท่าน โดยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 4 ท่าน เป็นกรรมการอิสระ (33.33% ของกรรมการทั้งหมด) ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 50% ของจำนวนหุ้นจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว 	<ul style="list-style-type: none"> คณะกรรมการบริษัทได้กำหนดนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้ผู้รับทราบกรรมการ และพนักงานของกลุ่มบริษัททุกคนยึดถือเป็นแนวทางปฏิบัติ BDMS กำหนดให้มีการจัดตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลมาตรฐานองค์กร (Standardization and Compliance Committee) เพื่อกำกับดูแลและขับเคลื่อนกฎโรงพยาบาลในเครือให้ดำเนินงานตามนโยบายและแผนงานระบบมาตรฐานความปลอดภัยผู้ป่วย ในปี 2566 BDMS ดำเนินการทบทวนจรรยาบรรณธุรกิจสำหรับลูกค้าในประเด็นการปฏิบัติด้านแรงงาน การไม่เลือกปฏิบัติ และไม่คุกคามในองค์กร และการดำเนินธุรกิจด้วยความซื่อสัตย์สุจริต รวมทั้งประเด็นการบริหารจัดการการจัดซื้อจัดหาย่างเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม เพื่อให้เกิดภาพรวมอย่างต่อเนื่องตลอดห่วงโซ่อุปทาน โดยมีการติดตามผลการปฏิบัติงานของคู่ค้าผ่านระบบการตรวจประเมินเพื่อให้มั่นใจว่าสอดคล้องกับหลักจรรยาบรรณคู่ค้า ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2566 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 15 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการที่เป็นผู้บริหารจำนวน 7 ท่าน (47% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร จำนวน 2 ท่าน (13% ของกรรมการทั้งหมด) และ กรรมการอิสระจำนวน 6 ท่าน (40% ของกรรมการทั้งหมด) ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 20% ของจำนวนหุ้นจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว 	<ul style="list-style-type: none"> BH มอบหมายให้ทีมงานการจัดหาระดมทุนผู้ช่วยจัดตั้งและติดตามแนวทางการปฏิบัติในการบริหารลูกค้าสัมพันธ์อย่างเป็นระบบ โดยในปี 2566 อัตราการรักษาผู้ใช้บริการเดิมอยู่ที่ 97.4% BH มีการบังคับใช้นโยบายการจัดซื้อจัดจ้าง รวมถึงการประเมินความเสี่ยงด้านห่วงโซ่อุปทานเพื่อไม่ให้เกิดผลกระทบต่อความโปร่งใสตามมาตรฐานสากล และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพของผลิตภัณฑ์และบริการ ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2566 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 11 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระจำนวน 5 ท่าน (45.5% ของกรรมการทั้งหมด) โดยสัดส่วนของกรรมการอิสระมีจำนวนไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 30% ของจำนวนหุ้นจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว 	<ul style="list-style-type: none"> CHG จัดให้มีการอบรมด้าน Personal Data Protection Act (PDPA) เพื่อให้พนักงานทุกคนเข้าใจถึงสิทธิการเข้าถึงข้อมูลส่วนบุคคลของลูกค้า โดยมีการประเมินความรู้หลังจากอบรม CHG กำหนดให้มีแผนในการพัฒนาผลิตภัณฑ์และบริการที่ตอบสนองต่อความต้องการของผู้รับบริการ เพื่อสร้างโอกาสในการขยายฐานลูกค้าและการเติบโตทางธุรกิจ ในระยะยาวในปี 2565 ผลประเมินความพึงพอใจของผู้รับบริการอยู่ที่ระดับ 88% เป็นไปตามเป้าหมายที่กำหนด เมื่อวันที่ 10 พฤศจิกายน 2566 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ประกาศดำเนินคดีด้วยมาตรการลงโทษทางแพ่งกับ นายแพทย์กัฟพล ภูสสิรินทร์ ตำแหน่งประธานกรรมการบริหาร (CEO) กรณีซื้อหุ้น CHG โดยอาศัยข้อมูลภายในที่ตนหรือครอบครัว นายแพทย์กัฟพล ภูสสิรินทร์ ได้ลาออกจากตำแหน่งประธานกรรมการบริหาร และกรรมการบริษัท โดยมีผลตั้งแต่วันที่ 10 พฤศจิกายน 2566 ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2566 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 12 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระจำนวน 4 ท่าน (33.33% ของกรรมการทั้งหมด) ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 37.48% ของจำนวนหุ้นจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว 	<ul style="list-style-type: none"> RJH มีนโยบายในการดำเนินการต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน โดยจัดทำแนวทางการปฏิบัติอย่างเป็นลายลักษณ์อักษร ซึ่งระบุในเอกสาร “ระเบียบและข้อบังคับในการดำเนินงานของโรงพยาบาล” และได้สื่อสารให้กรรมการผู้บริหาร และพนักงานรับทราบและนำไปปฏิบัติ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2566 กรรมการบริษัทมี 9 ท่าน โดย 3 ท่านเป็นกรรมการอิสระ หรือ 33.33% ของกรรมการทั้งหมด ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ถือหุ้นราว 24.93% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด

Source: Company data and InnovestX Research

Figure 28: Regional valuation comparison

Company name	Country	Mkt Cap (US\$ mn)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F
Bangkok Chain Hospital *	Thailand	1,300	28.5	24.1	22.4	1.3	18.7	7.5	3.3	3.1	3.0	2.1	2.6	2.8	10.8	12.2	12.5	14.3	12.2	11.2
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	14,365	29.5	27.3	25.4	12.6	8.0	7.2	4.8	4.6	4.5	2.6	2.8	3.0	16.1	16.7	17.2	17.7	16.5	15.5
Bumrungrad Hospital*	Thailand	6,491	27.7	26.4	26.6	12.2	5.0	(0.5)	7.7	6.7	6.0	1.8	1.9	1.9	29.6	26.8	23.5	18.4	17.3	17.0
Chularat Hospital*	Thailand	908	26.9	23.6	21.8	2.6	13.9	8.1	3.8	3.6	3.4	2.5	3.0	3.2	13.8	15.0	15.3	15.3	13.4	12.4
Rajthanee Hospital *	Thailand	209	14.7	15.1	13.9	13.0	(2.9)	9.0	3.2	3.1	3.0	5.6	5.6	6.1	19.8	18.5	19.4	10.4	10.2	9.5
Praram 9 Hospital	Thailand	507	26.0	23.2	21.0	16.1	11.8	10.4	3.1	2.9	2.7	1.8	2.1	2.3	12.3	12.6	12.9	14.6	13.4	12.5
Vibhavadi Medical Center	Thailand	894	31.4	27.5	31.4	9.9	14.3	(12.5)	2.3	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3	7.6	7.8	7.4	17.8	17.1	17.2
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	2,186	32.5	28.5	26.0	7.6	13.8	9.5	3.6	3.5	3.2	1.7	1.8	2.0	11.7	12.3	12.9	14.8	13.8	12.8
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	14,950	33.7	31.2	28.6	(36.8)	8.0	9.2	2.0	1.9	1.9	1.3	1.3	1.4	6.5	6.5	7.1	14.6	13.7	12.7
Raffles Medical Group	Singapore	1,313	24.7	23.5	21.3	(23.7)	5.4	10.3	1.6	1.6	1.5	2.5	2.6	2.2	6.6	6.9	7.4	11.9	11.1	10.2
Apollo Hospitals Enterpris	India	12,083	76.4	54.9	41.8	50.6	39.1	31.2	12.8	10.6	8.7	0.2	0.2	0.3	17.7	20.6	21.9	36.5	29.0	23.5
Ramsay Health Care	Australia	6,322	20.9	25.3	19.7	(39.2)	(17.2)	28.5	1.8	1.8	1.7	2.1	2.5	3.2	6.4	7.6	9.0	9.2	8.7	8.0
Ryman Healthcare	New Zealand	1,957	17.3	11.2	9.7	103.3	54.6	14.9	0.7	0.6	0.6	n.a	n.a	n.a	6.9	6.5	6.4	18.2	17.8	13.1
Average			30.0	26.3	23.8	10.0	13.3	10.2	3.9	3.6	3.3	2.2	2.4	2.6	12.7	13.1	13.3	16.4	14.9	13.5

Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

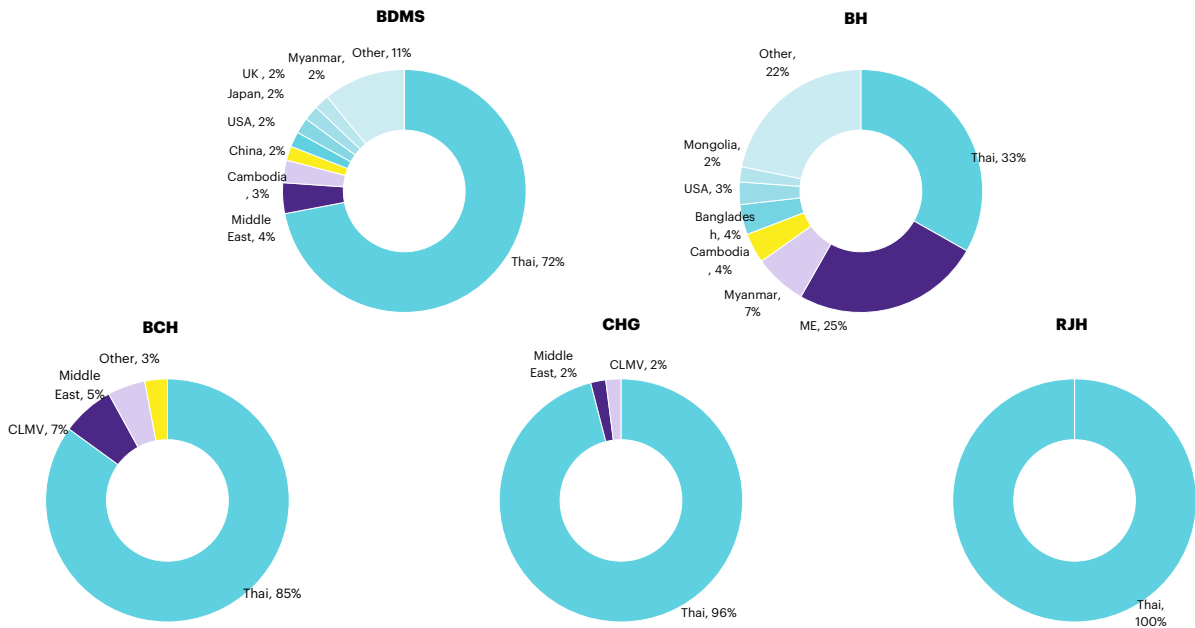
Figure 29: Valuation summary (Price as of Sep 19, 2024)

Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)			
				23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	
BCH	Outperform	17.30	21.0	23.5	28.9	28.5	24.1	(63.0)	1.3	18.7	3.4	3.3	3.1	11	11	12	2.0	2.1	2.6	14.6	14.3	12.2
BDMS	Outperform	30.00	36.0	22.6	33.2	29.5	27.3	14.0	12.6	8.0	5.0	4.8	4.6	15	16	17	2.3	2.6	2.8	19.5	17.7	16.5
BH	Neutral	271.00	300.0	12.5	31.1	27.7	26.4	40.0	12.2	5.0	9.1	7.7	6.7	31	30	27	1.7	1.8	1.9	21.9	18.4	17.3
CHG	Neutral	2.74	2.9	8.3	27.6	26.9	23.6	(60.7)	2.6	13.9	4.0	3.8	3.6	14	14	15	2.6	2.5	3.0	16.0	15.3	13.4
RJH	Neutral	23.20	28.0	26.3	16.6	14.7	15.1	(59.3)	13.0	(2.9)	3.4	3.2	3.1	18	20	18	5.2	5.6	5.6	11.3	10.4	10.2
Average				27.5	25.5	23.3	(25.8)	8.3	8.5	5.4	4.9	4.5	18	18	18	2.1	2.3	2.6	18.0	16.5	14.8	

Source: InnovestX Research

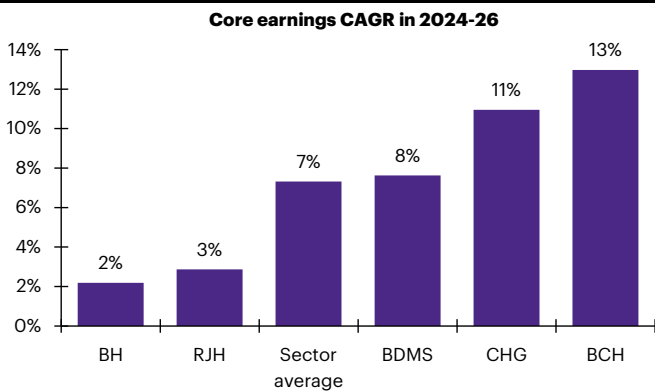
Appendix

Figure 30: สัดส่วนรายได้แยกตามสัญชาติใน 1H67



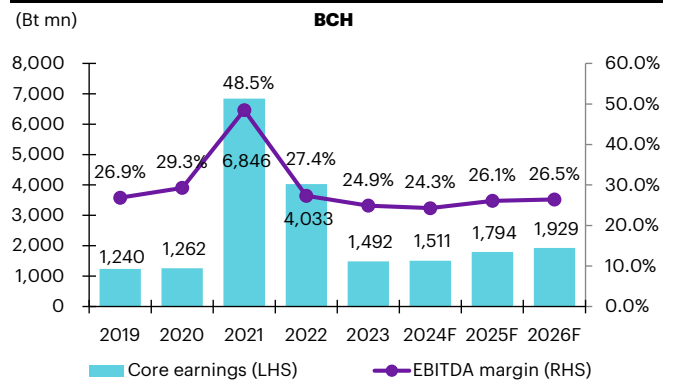
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 31: CAGR ของกำไรปกติ 2567-2569



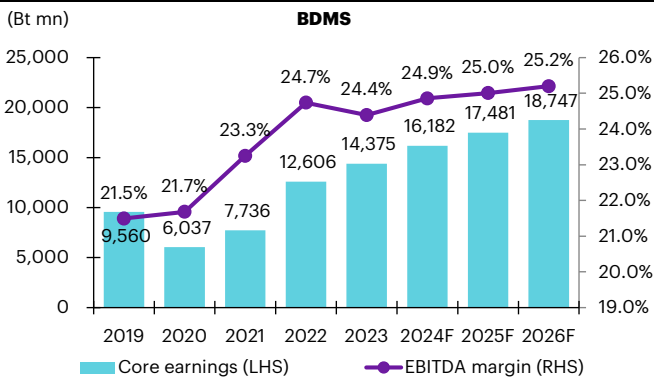
Source: InnovestX Research

Figure 32: ประมาณการกำไรปกติของ BCH



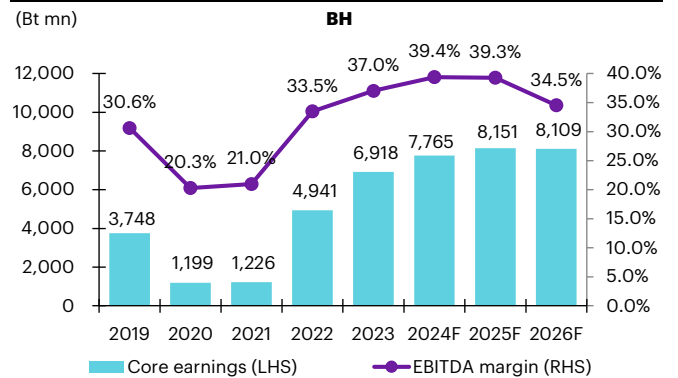
Source: InnovestX Research

Figure 33: ประมาณการกำไรปกติของ BDMS



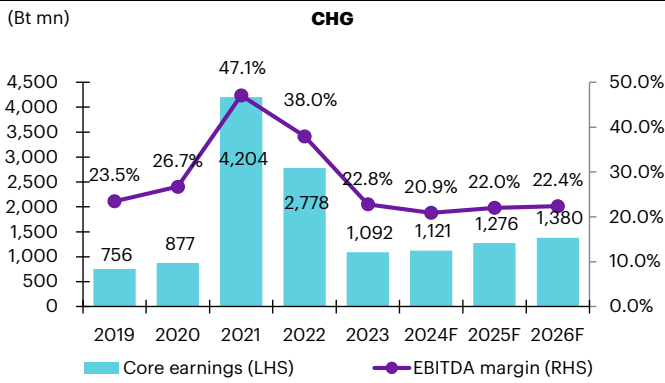
Source: InnovestX Research

Figure 34: ประมาณการกำไรปกติของ BH



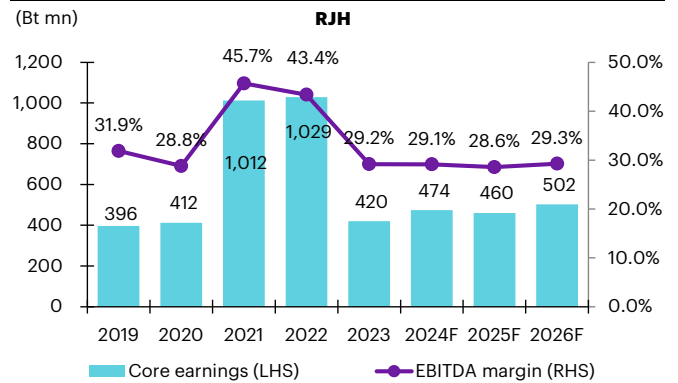
Source: InnovestX Research

Figure 35: ประมาณการกำไรปกติของ CHG



Source: InnovestX Research

Figure 36: ประมาณการกำไรปกติของ RJH



Source: InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

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

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกว๊านจ๊ว บทความวิเคราะห์ 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 นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาผลของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

CG Rating 2023 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

7UP, AAV, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, ARIP, ARROW, ASEFA, ASK, ASP, ASW, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBIK, BBL, BC, BCH, BCP, BCPCG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BJCHI, BKI, BLA, BOL, BPP, BRI, BROOK, BRR, BTS, BTW, BWG, BYD, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COTTO, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CSC, CSS, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FSX, FVC, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, ICN, III, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITCL, IVL, JAS, JTS, KBANK, KCC, KCE, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, KUN, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MEGA, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NKI, NOBLE, NRF, NTV, NVD, NWR, NYT, OCC, OISHI¹, ONEE, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PLANB, PLAT, PLUS, PM, POLY, PORTE, PPP, PPS, PR9, PRG, PRINC, PRM, PRTR, PSH, PSL, PT, PTC, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP², SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMPC, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPH, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMC, TMD, TMT, TNITY, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRT, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, XPG, YUASA, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, A5, AAI, AIE, ALUCON, AMR, APURE, ARIN, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, AURA, BR, BSBM, BSRC, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GPI, HEALTH, HUMAN, IFS, INSET, IT, J, JCKH, JDF, JKN, JMART, JUBILE, K, KCAR, KGI, KIAT, KISS, KK, KTIS, KWC, KWM, LDC, LEO, LHK, MACO, METCO, MICRO, MK, MVP, NCAP, NOVA, NTSC, PACO, PIN, PQS, PREB, PRI, PRIME, PROEN, PROS, PROUD, PSTC, PTECH, PYLON, RCL, SALEE, SANKO, SCI, SCN, SE, SE-ED, SFLEX, SINGER, SKN, SONIC, SORKON, SPVI, SSP, SST, STANLY, STP, SUPER, SVOA, SWC, TCC, TEKA, TFM, TMILL, TNP, TPLAS, TPOLY, TRC, TRU, TRUBB, TSE, VRANDA, WAVE, WFX, WIJK, WIN, WP, XO

Companies with Good CG Scoring

24CS, AMANAH, AMARC, AMC, APP, ASAP, BCT, BE8, BIG, BIOTEC, BLESS, BSM, BVG, CAZ, CCET, CHARAN, CHAYO, CHOTI, CITY, CMAN, CMR, CRANE, CWT, DHOUSE, DTCENT, EASON, FNS, FTE, GIFT, GJS, GTB, GTV, GYT, HL, HTECH, HYDRO, IIG, INGRS, INSURE, IRCP, ITD, ITNS, JCK, JMT, JR, JSP, KBS, KGEN, KJL, L&E, LEE, MASTER, MBAX, MEB, MENA, META, MGT, MITSIB, MJD, MOSHI, MUD, NATION, NNCL, NPK, NSL, NV, OGC, PAF, PCC, PEACE, PICO, PK, PL, PLANET, PLE, PMTA, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, RABBIT, READY, RUI, RSP, RWI, S11, SAAM, SAF, SAMCO, SAWAD, SCAP, SCP, SIAM, SKE, SKY, SMART, SMD, SMIT, SOLAR, SPA, STECH, STPI, SVR, TC, TCCC³, TEAM, TFI, TIGER, TITLE, TKC, TMI, TNH, TPA, TPAC, TRITN, UBA, UMI, UMS, UTP, VARO, VPO, W, WARRIX, WORK, WPH, YONG, ZIGA

Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2022 to 31 October 2023) is publicized.

¹OISHI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on September 6, 2023

²SFP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 19, 2023

³TCCC was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on August 25, 2023

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับรับรอง)

2S, AAI, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPCG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOBAL, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITCL, IVL, JAS, JR, JTS, KASET, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NRF, NWR, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SM, SMIT, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCOT, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UCI, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนา)

ACE, ADVICE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, B52, BLAND, BPS, BYD, CAZ, CHASE, CHG, CV, DEXON, DITTO, ECL, EKH, EVER, FLOYD, GREEN, HL, HUMAN, ICN, IHL, IP, ITC, JDF, JMART, K, KJL, LDC, LH, LIT, MITSIB, MJD, MOSHI, NER, NEX, PLE, PLUS, POLY, PQS, PRI, PRIME, PROEN, PROUD, PRTR, PTC, RT, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SCGD, SFT, SHR, SINGER, SINO, SIS, SJWD, SKE, SNNP, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TMI, TPAC, TPP, TQM, UREKA, VNG, WELL, WIN, WPH, XPG

N/A

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APEX, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AURA, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BITW, BUI, BVG, 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, DTICI, DV8, EASON, EE, EFORL, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYA, OHTL, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANE, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLT, PMC, PMTA, POLAR, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PRO, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RUI, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SBNEXT, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMK, SMT, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TJA, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUL, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UOBKH, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, W, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, 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 June 30, 2024) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.