

CHULARAT HOSPITAL PCL.

บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน)

| | | | | | | | |
|--------|-------------|-----------|-------------|--------------|----------------|--------|---------------|
| RATING | HOLD | TARGET | 1.91 | UPSIDE | +16% | TICKER | CHG |
| CLOSE | 1.65 | VALUATION | DCF | TOTAL SHARES | 11,000m | SECTOR | HEALTH |

กำไร 4Q68 ต่ำกว่าคาด โดยโต YoY แต่ลดลง QoQ

- กำไร 4Q68 เติบโต YoY ลดลง QoQ แต่ต่ำกว่าที่เราคาด 11% และต่ำกว่าตลาดคาดราว 15% แม้รายได้รวมและอัตรากำไรขั้นต้นออกมาดีกว่าคาด แต่ค่าใช้จ่าย SG&A ที่ปรับเพิ่มขึ้นมากกว่าที่คาด กดดันอัตรากำไร
- แนวโน้ม 1Q69F คาดลดลงทั้ง YoY และ QoQ จากปัจจัยฤดูกาล และการเทียบฐานที่สูงของจำนวนผู้ติดเชื้อไข้หวัดใหญ่เทียบทั้ง 4Q68 และ 1Q68 แม้จะมีสิทธิประโยชน์ทางภาษีเข้ามาช่วยก็ตาม
- ค่างาไรปี 2569F กลับมาฟื้นตัว 10% YoY จาก 1. การฟื้นตัวของรายได้ประกันสังคมจากผลกระทบที่ลดลงของการปรับเงื่อนไขเคสผ่าตัดกระเพาะ 2. การเริ่มมีกำไรของ รพ. แห่งใหม่ รพ. จุฬารัตน์แม่สอด จังหวัดตาก ที่เข้าสู่ปีที่ 4 ในการเปิดให้บริการ 3. รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการเปิดให้บริการตึก OPD ใหม่ ตั้งแต่ 4Q68F
- คงคำแนะนำ "ถือ" รอการฟื้นตัวของ Margin และทิศทางการควบคุมค่าใช้จ่ายให้ชัดเจนขึ้นในปี 2569 ทั้งนี้ CHG ประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราหุ้นละ 0.05 บาท คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 2.9% โดยจะขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 6 พ.ค.69

ประเด็นการลงทุน

- กำไรสุทธิ 4Q68 อยู่ที่ 224 ล้านบาท (+145% YoY, -18% QoQ) แม้รายได้รวมและอัตรากำไรขั้นต้นออกมาดีกว่าคาด สะท้อนการฟื้นตัวของผู้ป่วยทั้งกลุ่มเงินสดและประกันสังคม อย่างไรก็ตาม กำไรที่ต่ำกว่าคาดมีสาเหตุหลักจากค่าใช้จ่าย SG&A ที่ปรับเพิ่มขึ้นมากกว่าที่ประเมินไว้ ส่งผลให้ EBITDA margin ลดลง ประเด็นสำคัญ คือ
 - รายได้โดยรวม +15% YoY, +3% QoQ เป็นการเติบโตของผู้ป่วยทุกกลุ่ม แบ่งเป็น กลุ่มประกันสังคม +17% YoY จากการไม่มีผลกระทบเช่นเดียวกับใน 4Q67 ส่วนรายได้ผู้ป่วยเงินสดเติบโต +10% YoY กลับมาเติบโตทั้ง OPD (+12% YoY) และ IPD (+8% YoY) โดยมีแรงหนุนจากเคสที่มีความซับซ้อนสูงขึ้น เช่น ศูนย์แม่เร้ง ศัลยกรรม และศูนย์หัวใจ ขณะที่รายได้ผู้ป่วยต่างชาติปรับตัวดีขึ้นจากฐานต่ำ
 - SG&A ปรับเพิ่มขึ้นมากกว่าที่เราคาด เพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่ายบุคลากร การจ่ายโบนัสพนักงาน การขยายงบประมาณด้านการตลาดเพื่อสนับสนุนการเติบโตของรายได้ รวมถึงค่าใช้จ่ายรองรับการขยายบริการและการเตรียมความพร้อมตึก OPD ใหม่ กดดัน EBITDA margin ให้ต่ำกว่าที่คาด
- แนวโน้ม 1Q69F คาดลดลงทั้ง YoY และ QoQ จากปัจจัยฤดูกาล และการเทียบฐานที่สูงของจำนวนผู้ติดเชื้อไข้หวัดใหญ่เทียบทั้ง 4Q68 และ 1Q68 แม้คาดว่าจะมีสิทธิประโยชน์ทางภาษีเข้ามาช่วยก็ตาม
- ค่างาไรปี 2569F กลับมาฟื้นตัว 10% YoY จาก 1. การฟื้นตัวของรายได้ประกันสังคมจากผลกระทบที่ลดลงของการปรับเงื่อนไขเคสผ่าตัดกระเพาะ 2. การเริ่มมีกำไรของ รพ. แห่งใหม่ รพ. จุฬารัตน์แม่สอด จังหวัดตาก ที่เข้าสู่ปีที่ 4 ในการเปิดให้บริการ 3. รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการเปิดให้บริการตึก OPD ใหม่ ตั้งแต่ 4Q68F

คำแนะนำ

- คงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 1.91 บ. ด้วยวิธี DCF ถึง WACC 8.3% และ LTG 2% เทียบเท่า FY69F P/E 20x ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย P/E ย้อนหลัง 2 ปี ขณะที่ปัจจุบันซื้อขายที่ P/E 17x โดยรอการฟื้นตัวของอัตรากำไรและทิศทางการควบคุมค่าใช้จ่ายให้ชัดเจนขึ้นในปี 2569 ทั้งนี้ CHG ประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราหุ้นละ 0.05 บาท คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 2.9% โดยจะขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 6 พ.ค.69

ปัจจัยเสี่ยง

- ความเสี่ยงสำคัญ ได้แก่ 1) การเปลี่ยนของนโยบายและกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจ; 2) ภาวะเศรษฐกิจในประเทศไทยฟื้นตัวช้ากดดันกำลังซื้อในประเทศ; 3) การระบาดของโรคตามฤดูกาลลดลง; 4) ความเสี่ยงด้านการลงทุนก่อสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่แล้วไม่ประสบความสำเร็จ;

STOCK INFORMATION

| | |
|---|--------------------------------|
| Fiscal Year End | Dec 31 |
| Issued Shares (m) | 11,000 |
| Par Value (Bt) | 0.10 |
| Market Capitalization (Btm) | 18,040 |
| Estimated Free Float (%) | 42.9% |
| Foreign Shareholders (Actual / Limit) (%) | 13.63% / 49.0% |
| YTD Avg Daily Turnover (Btm) | 33 |
| YTD Turnover Ratio (%) | 7.25% |
| Statistical Beta (Raw / Adjusted) | 1.03 / 1.01 |
| Constituent | SET/SET 100FF/SET ESG/SET VB |
| Auditor | KPMG PHOOMCHAI AUDIT CO., LTD. |
| CG Rating | Excellent |
| Thai CAC | N.A. |

ESG Scoring

| | |
|-----------------|-------|
| SET ESG Ratings | A |
| ESG Book | 52.78 |
| Moody's | N.A. |
| MSCI | BBB |
| Refinitiv | 71.58 |
| S&P | 36.00 |

MAJOR SHAREHOLDERS

as of 28 Aug 25

| | |
|--|-------|
| น.ส. กรรณิกา พลัสสินทร์ | 18.1% |
| นาย อภิรุณ บุญญาพล | 10.3% |
| นาง กอบกุล บุญญาพล | 8.0% |
| นาย ณรินทร์ รัตนเกษมย์วงศ์ | 7.1% |
| บริษัท ไทยเอ็นวีรพิบัติ จำกัด | 4.4% |
| คุณหญิง ปัทมา ลีสวัสดิ์ตระกูล | 3.6% |
| นาย เกรียงศักดิ์ พลัสสินทร์ | 3.4% |
| นาง สุวิมล อธิกุล | 2.6% |
| DBS BANK LTD. FOR CLIENT AC SG1400387203 | 2.6% |
| นาย ก้าวพล พลัสสินทร์ | 2.3% |
| BBHSL NOMINEES LIMITED | 1.9% |
| LGT BANK (SINGAPORE) LTD | 1.8% |

FORECASTS & VALUATION

Consolidated

| Year End | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| Sales (Btm) | 7,730 | 8,237 | 8,268 | 8,676 |
| EBITDA (Btm) | 1,830 | 1,797 | 1,815 | 1,985 |
| Core Profit (Btm) | 1,046 | 965 | 955 | 1,054 |
| Net Profit (Btm) | 1,046 | 965 | 955 | 1,054 |
| EPS (Bt) (Core) | 0.10 | 0.09 | 0.09 | 0.10 |
| EPS Growth (%) | -62.4% | -7.7% | -1.0% | 10.4% |
| DPS (Bt) | 0.09 | 0.07 | 0.07 | 0.07 |
| P/E (x) | 17.2 | 18.7 | 18.9 | 17.1 |
| D/P (%) | 5.8% | 4.3% | 4.3% | 4.2% |
| BV (Bt) | 0.72 | 0.74 | 0.76 | 0.78 |
| P/B (x) | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.1 |
| ROE (%) | 13.2% | 12.0% | 11.6% | 12.4% |

Source : Company, SETSMART, LHSEC Estimates

BUSINESS DESCRIPTION

บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน) ประกอบกิจการโรงพยาบาลเอกชน มีสาขาครบ 15 แห่ง ครอบคลุมพื้นที่ให้บริการบริเวณรอบสนามบินสุวรรณภูมิ จังหวัดกรุงเทพมหานครฝั่งตะวันออก จังหวัดสมุทรปราการครอบคลุมไปถึงจังหวัดในภาคตะวันออก

DIVIDEND POLICY

ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิตามงบการเงินรวมของบริษัทฯ หลังหักเงินสำรองตามกฎหมายและเงินสำรองอื่นแล้ว

Figure 1 : 4Q68

CHG

Statement of Comprehensive Income

| Quarterly | 4Q24A | 1Q25A | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A | %QoQ | %YoY |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Revenue from sales | 1,921 | 1,988 | 2,012 | 2,142 | 2,205 | 3% | 15% |
| Cost of sales | (1,418) | (1,438) | (1,464) | (1,507) | (1,564) | 4% | 10% |
| Gross profit | 503 | 549 | 548 | 636 | 641 | 1% | 27% |
| Other income | 20 | 32 | 17 | 14 | 19 | -36% | 8% |
| Total revenues | 523 | 581 | 565 | 649 | 660 | 2% | 26% |
| SG&A | (384) | (277) | (281) | (285) | (349) | 23% | -9% |
| Share of profit : Associates & JVs | | | | | | | |
| Operating profit | 132 | 302 | 281 | 362 | 305 | -16% | 131% |
| Finance costs | (8) | (8) | (7) | (7) | (6) | 9% | 26% |
| Core profit before taxes | 124 | 294 | 274 | 355 | 299 | -16% | 142% |
| Extra items | | | | | | | |
| Profit before income taxes | 124 | 294 | 274 | 355 | 299 | -16% | 142% |
| Tax expense | (32) | (61) | (56) | (72) | (62) | 15% | -91% |
| Net Profit | 92 | 225 | 208 | 272 | 224 | -18% | 145% |
| Core Profit | 92 | 225 | 208 | 272 | 224 | -18% | 145% |
| EBITDA (inc. Other income) | 265 | 427 | 410 | 493 | 440 | -11% | 66% |
| Core EPS (Bt) | 0.01 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | -18% | 145% |

Key Financial Ratios

| Quarterly | 4Q24A | 1Q25A | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales growth | -9.5% | -1.7% | 1.3% | -7.2% | 14.8% |
| Gross profit growth | -7.4% | 5.0% | 28.3% | -11.3% | 27.4% |
| SG&A growth | 58.2% | 6.9% | 16.9% | 16.9% | -9.0% |
| EBITDA growth | -45.9% | -9.5% | 6.1% | -27.0% | 65.8% |
| Core profit growth | -66.6% | -14.6% | 8.0% | -34.8% | 144.8% |
| GPM-sales | 26.2% | 27.6% | 27.2% | 29.7% | 29.1% |
| SG&A to sales | 20.0% | 13.9% | 14.0% | 13.3% | 15.8% |
| Core profit margin | 4.7% | 11.2% | 10.2% | 12.6% | 10.1% |
| Net IBD / Equity (x) | 0.08 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 |
| BV (Bt) | 0.70 | 0.72 | 0.69 | 0.70 | 0.71 |
| ROE (Core) | 4.5% | 10.9% | 10.1% | 13.5% | 11.0% |
| ROA (Core) | 3.5% | 8.6% | 8.0% | 10.6% | 8.8% |

Key Assumptions

| Quarterly | 4Q24A | 1Q25A | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A |
|------------------------|--------|-------|--------|--------|-------|
| OPD Revenue Growth | 0.5% | 0.3% | 5.5% | 13.1% | 12.3% |
| IPD Revenue Growth | -1.3% | -3.0% | -0.1% | -4.8% | 8.4% |
| SSO Revenue Growth | -26.7% | -3.4% | -5.2% | -24.9% | 16.9% |
| NHSO Revenue Growth | 8.4% | 28.3% | -18.0% | 4.3% | 0.0% |
| Service Mix (%) | | | | | |
| OPD Revenue | 34% | 31% | 33% | 34% | 33% |
| IPD Revenue | 36% | 34% | 35% | 35% | 34% |
| SSO Revenue | 26% | 30% | 28% | 27% | 27% |
| NHSO Revenue | 4% | 5% | 5% | 4% | 6% |

Source : Company, LHSEC Estimates

CHG
Statement of Comprehensive Income
Unit : Btm

| Yearly | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Revenue from sales | 7,730 | 8,237 | 8,268 | 8,676 | 9,175 |
| Cost of sales | (5,631) | (6,068) | (5,930) | (6,204) | (6,579) |
| Gross profit | 2,100 | 2,169 | 2,339 | 2,473 | 2,597 |
| Other income | 293 | 258 | 80 | 86 | 80 |
| Total revenues | 2,392 | 2,427 | 2,419 | 2,558 | 2,676 |
| SG&A | (1,003) | (1,127) | (1,131) | (1,164) | (1,258) |
| Share of profit : Associates & JVs | | | | | |
| Operating profit | 1,370 | 1,280 | 1,277 | 1,378 | 1,403 |
| Finance costs | (24) | (35) | (28) | (24) | (54) |
| Core profit before taxes | 1,346 | 1,245 | 1,249 | 1,354 | 1,349 |
| Extra items | - | - | - | - | - |
| Profit before income taxes | 1,346 | 1,245 | 1,249 | 1,354 | 1,349 |
| Tax expense | (279) | (267) | (255) | (272) | (273) |
| Net Profit | 1,046 | 965 | 955 | 1,054 | 1,042 |
| Core Profit | 1,046 | 965 | 955 | 1,054 | 1,042 |
| EBITDA (inc. Other income) | 1,830 | 1,797 | 1,815 | 1,985 | 2,070 |
| Core EPS (Bt) | 0.10 | 0.09 | 0.09 | 0.10 | 0.09 |

Statement of Financial Position
Unit : Btm

| Year End | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Cash and cash equivalents | 1,399 | 1,692 | 1,597 | 1,729 | 1,801 |
| Total current assets | 4,046 | 4,095 | 4,182 | 4,346 | 4,619 |
| Total assets | 10,264 | 10,387 | 10,546 | 11,375 | 12,252 |
| Total current liabilities | 1,485 | 1,468 | 1,471 | 1,453 | 1,508 |
| Total liabilities | 2,333 | 2,256 | 2,301 | 2,746 | 3,410 |
| Issued and paid-up share capital | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 |
| Total shareholders' equity | 7,931 | 8,130 | 8,328 | 8,630 | 8,842 |

Cash Flow Statement
Unit : Btm

| Yearly | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| Profit for the year | 1,346 | 1,245 | 1,249 | 1,354 | 1,349 |
| Net cash from operating activities | 1,919 | 1,685 | 1,304 | 1,673 | 1,546 |
| Net cash from investing activities | (1,437) | (570) | (600) | (1,255) | (1,256) |
| Net cash from financing activities | (1,041) | (822) | (715) | (369) | (218) |
| Net increase (decrease) in cash | (559) | 292 | (12) | 49 | 71 |

Key Financial Ratios
Unit : %

| Yearly | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales growth | -23.5% | 6.6% | 0.4% | 4.9% | 5.7% |
| Gross profit growth | -50.0% | 3.3% | 7.8% | 5.7% | 5.0% |
| SG&A growth | 7.2% | 12.4% | 0.4% | 2.9% | 8.1% |
| EBITDA growth | -53.7% | -1.8% | 1.0% | 9.3% | 4.3% |
| Core profit growth | -62.4% | -7.7% | -1.0% | 10.4% | -1.2% |
| GPM-sales | 27.2% | 26.3% | 28.3% | 28.5% | 28.3% |
| SG&A to sales | 13.0% | 13.7% | 13.7% | 13.4% | 13.7% |
| EBITDA margin | 22.8% | 21.2% | 21.7% | 22.6% | 22.4% |
| Core profit margin | 13.0% | 11.4% | 11.4% | 12.0% | 11.3% |
| Net IBD / Equity (x) | 0.09 | 0.09 | 0.08 | 0.13 | 0.19 |
| BV (Bt) | 0.72 | 0.74 | 0.76 | 0.78 | 0.80 |
| ROE (Core) | 13.2% | 12.0% | 11.6% | 12.4% | 11.9% |
| ROA (Core) | 10.2% | 9.3% | 9.1% | 9.6% | 8.8% |

Key Assumptions

| Yearly | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| OPD Revenue Growth | -14.7% | 6.9% | 8.6% | 1.0% | 4.0% |
| IPD Revenue Growth | 11.4% | 8.0% | -1.1% | 4.7% | 5.1% |
| SSO Revenue Growth | 14.5% | 1.2% | -6.8% | 8.9% | 9.2% |
| NHSO Revenue Growth | -91.3% | 40.7% | 4.7% | 10.6% | 0.9% |
| Service Mix (%) | | | | | |
| OPD Revenue | 31% | 31% | 33% | 32% | 31% |
| IPD Revenue | 34% | 35% | 34% | 34% | 34% |
| SSO Revenue | 32% | 30% | 28% | 29% | 30% |
| NHSO Revenue | 3.2% | 4.2% | 4.3% | 4.6% | 4.4% |

Source : Company, LHSEC Estimates

CHG
Statement of Comprehensive Income
Unit : Btm

| Quarterly | 4Q24A | 1Q25A | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A |
|------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Revenue from sales | 1,921 | 1,988 | 2,012 | 2,142 | 2,205 |
| Cost of sales | (1,418) | (1,438) | (1,464) | (1,507) | (1,564) |
| Gross profit | 503 | 549 | 548 | 636 | 641 |
| Other income | 20 | 32 | 17 | 14 | 19 |
| Total revenues | 523 | 581 | 565 | 649 | 660 |
| SG&A | (384) | (277) | (281) | (285) | (349) |
| Share of profit : Associates & JVs | | | | | |
| Operating profit | 132 | 302 | 281 | 362 | 305 |
| Finance costs | (8) | (8) | (7) | (7) | (6) |
| Core profit before taxes | 124 | 294 | 274 | 355 | 299 |
| Extra items | - | - | - | - | - |
| Profit before income taxes | 124 | 294 | 274 | 355 | 299 |
| Tax expense | (32) | (61) | (56) | (72) | (62) |
| Net Profit | 92 | 225 | 208 | 272 | 224 |
| Core Profit | 92 | 225 | 208 | 272 | 224 |
| EBITDA (inc. Other income) | 265 | 427 | 410 | 493 | 440 |
| Core EPS (Bt) | 0.01 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 |

Statement of Financial Position
Unit : Btm

| Quarterly | 4Q24A | 1Q25A | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Cash and cash equivalents | 1,692 | 1,940 | 1,500 | 1,971 | 1,768 |
| Total current assets | 4,095 | 4,270 | 3,845 | 3,961 | 3,814 |
| Total assets | 10,321 | 10,569 | 10,163 | 10,307 | 10,189 |
| Total current liabilities | 1,468 | 1,523 | 1,488 | 1,592 | 1,228 |
| Total liabilities | 2,256 | 2,271 | 2,206 | 2,280 | 1,979 |
| Issued and paid-up share capital | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 |
| Total shareholders' equity | 8,130 | 8,363 | 8,020 | 8,083 | 8,260 |

Cash Flow Statement
Unit : Btm

| Quarterly | 4Q24A | 1Q25A | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Profit | 124 | 294 | 274 | 355 | 299 |
| Net cash from operating activities | 263 | 392 | 322 | 814 | 141 |
| Net cash from investing activities | (158) | (108) | (166) | (89) | (305) |
| Net cash from financing activities | (32) | (36) | (595) | (254) | (39) |
| Net increase (decrease) in cash | 72 | 248 | (439) | 471 | (203) |

Key Financial Ratios
Unit : %

| Quarterly | 4Q24A | 1Q25A | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales growth | -9.5% | -1.7% | 1.3% | -7.2% | 14.8% |
| Gross profit growth | -7.4% | 5.0% | 28.3% | -11.3% | 27.4% |
| SG&A growth | 58.2% | 6.9% | 16.9% | 16.9% | -9.0% |
| EBITDA growth | -45.9% | -9.5% | 6.1% | -27.0% | 65.8% |
| Core profit growth | -66.6% | -14.6% | 8.0% | -34.8% | 144.8% |
| GPM-sales | 26.2% | 27.6% | 27.2% | 29.7% | 29.1% |
| SG&A to sales | 20.0% | 13.9% | 14.0% | 13.3% | 15.8% |
| Core profit margin | 4.7% | 11.2% | 10.2% | 12.6% | 10.1% |
| Net IBD / Equity (x) | 0.08 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 |
| BV (Bt) | 0.70 | 0.72 | 0.69 | 0.70 | 0.71 |
| ROE (Core) | 4.5% | 10.9% | 10.1% | 13.5% | 11.0% |
| ROA (Core) | 3.5% | 8.6% | 8.0% | 10.6% | 8.8% |

Key Assumptions

| Quarterly | 4Q24A | 1Q25A | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25A |
|------------------------|--------|-------|--------|--------|-------|
| OPD Revenue Growth | 0.5% | 0.3% | 5.5% | 13.1% | 12.3% |
| IPD Revenue Growth | -1.3% | -3.0% | -0.1% | -4.8% | 8.4% |
| SSO Revenue Growth | -26.7% | -3.4% | -5.2% | -24.9% | 16.9% |
| NHSO Revenue Growth | 8.4% | 28.3% | -18.0% | 4.3% | 0.0% |
| Service Mix (%) | | | | | |
| OPD Revenue | 34% | 31% | 33% | 34% | 33% |
| IPD Revenue | 36% | 34% | 35% | 35% | 34% |
| SSO Revenue | 26% | 30% | 28% | 27% | 27% |
| NHSO Revenue | 4% | 5% | 5% | 4% | 6% |

Source : Company, LHSEC Estimates

DISCLOSURES & DISCLAIMERS

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่กล่าวถึงในรายงานนี้

บริษัทเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัท แอล เอช ไลฟ์เนซเชี่ยล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (“LHFG”) ข้อมูลใดๆ ที่อ้างถึง LHFG ในรายงานนี้ มีวัตถุประสงค์เพียงเพื่อใช้ในการเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์อื่นๆ เท่านั้น

ข้อมูลต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยได้พิจารณาแล้วว่ามาจากแหล่งข้อมูลที่ถูกต้อง และ/หรือ มีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่อาจรับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลยพินิจของบริษัทแต่เพียงฝ่ายเดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลต่างๆ โดยไม่ต้องบอกกล่าวล่วงหน้า

รายงานนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด ห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับคำยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัท

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง อีกทั้งบริษัทและ/หรือ บริษัทในกลุ่มธุรกิจทางการเงินของ LHFG อาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงาน/บทความนี้ก็ได้ นักลงทุนจึงควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน บริษัทไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ในทุกรณี

RATINGS DEFINITION

ในบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่เราจัดทำมีการให้คำแนะนำและใช้สัญลักษณ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์หลายอย่าง ในส่วนนี้เราจะอธิบายถึงระบบต่างๆ ดังกล่าวโดยสังเขปเพื่อให้ผู้อ่านเข้าใจหลักการ วิธีคิด และความหมายว่าคำแนะนำแต่ละระบบมีความแตกต่างกันอย่างไร

RATING คือ “คำแนะนำด้านปัจจัยพื้นฐาน” พิจารณาจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในระยะ 12 เดือนข้างหน้า โดยอิงส่วนต่างของราคาหุ้นกับมูลค่ายุติธรรม (FAIR VALUE) แบ่งเป็น 5 ชั้น ได้แก่ (1) SBUY= STRONG BUY=ราคาหุ้นมีส่วนต่างจากมูลค่ายุติธรรมตั้งแต่ 15% ขึ้นไป, (2) BUY= ราคาหุ้นส่วนต่างจากมูลค่ามากกว่า 5% แต่ไม่ถึง 15%, (3) HOLD=ราคาหุ้นส่วนต่างจากมูลค่าน้อยกว่า 5%, (4) TBUY= TRADING BUY=ราคาเกินมูลค่าแล้ว แต่ยังมีปัจจัยหนุนให้ราคาปรับตัวขึ้นต่อ สามารถซื้อเพื่อเก็งกำไรระยะสั้นได้, (5) SELL=ราคาหุ้นขึ้นเกินมูลค่าแล้ว และขาดปัจจัยสนับสนุนอย่างเพียงพอที่จะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นต่อ

ACTION คือ “คำแนะนำด้านกลยุทธ์” ตาม QUANTAMENTAL STRATEGY ของเรา ซึ่งได้มาจากการประเมิน 2 ด้าน คือ FUNDAMENTAL METRIC และ QUANTITATIVE METRIC

FUNDAMENTAL METRIC คือ “ความน่าสนใจของราคาหุ้น” (ATTRACTIVENESS) แบ่งเป็น 3 ระดับ คือ CHEAP=ถูก, FAIR=เหมาะสม และ DEAR=แพง เราใช้ RATING ที่ประเมินโดยนักวิเคราะห์ที่ปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งเป็นตัวชี้วัดทางด้านความเห็น (OPINION-BASED METRIC) โดยแปลงค่า RATING มาเป็น FUNDAMENTAL METRIC ดังนี้ CHEAP=SBUY หรือ BUY, FAIR=HOLD, DEAR=TBUY หรือ SELL

ส่วน QUANTITATIVE METRIC คือ “ความแข็งแกร่งของราคาหุ้น” (ROBUSTNESS) หรือ “คุณภาพของแนวโน้ม” (TREND QUALITY) ซึ่งได้จากการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (REALITY-BASED METRIC) พิจารณาจาก 3 ระยะเวลา (สั้น=HOURLY, กลาง=DAILY และยาว= WEEKLY) โดยแบ่งตัวชี้วัดออกเป็น 3 ระดับเช่นกัน คือ BULL=แนวโน้มขึ้น, BOAR=แนวโน้มทรงตัว/ค่อนข้างไร้ทิศทาง และ BEAR=แนวโน้มลง

เมื่อนำ QUANT และ FUNDAMENTAL มารวมกัน จะเป็น QUANTAMENTAL จะได้ ACTION เป็น 3x3=9 กลยุทธ์ ตาม MATRIX ดังนี้

| | | | | |
|------------------|------|-----------------|---------|--------|
| | | ← FUNDAMENTAL → | | |
| | | WEAK | NEUTRAL | STRONG |
| ↑ QUANTITATIVE ↓ | BULL | TBUY | BUY | SBUY |
| | BOAR | REDUCE | HOLD | ADD |
| | BEAR | SWITCH | SELL | WBUY |

ทั้งนี้ คำแนะนำ ACTION ทั้ง 9 กลยุทธ์ มีความหมายดังนี้ SBUY=STRONG BUY=ราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่ามาก และราคามีแนวโน้มขึ้น ควรเข้าซื้อทันที, BUY=ราคาใกล้เคียงมูลค่า แต่ยังมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นต่อ, TBUY= TRADING BUY=ราคาอยู่ในระดับแพง แต่มีโอกาสที่จะปรับขึ้นต่อได้ แนะนำแค่ซื้อเก็งกำไร, ADD=ราคาอยู่ต่ำกว่ามูลค่ามาก แต่ยังมีแนวโน้มทรงตัว สามารถทยอยซื้อสะสมได้, WBUY=WEAK BUY=ราคาอยู่ในระดับต่ำกว่ามูลค่าแล้ว แต่มีปัจจัยกดดันให้ปรับตัวลงอีก ควรรอซื้อเมื่อราคาอ่อนตัว, HOLD=ราคาใกล้เคียงมูลค่าแล้ว และมีแนวโน้มทรงตัว แนะนำถือ, REDUCE=ราคาอยู่ในระดับเกินมูลค่า และมีแนวโน้มทรงตัว ควรจับตาใกล้ชิด/เพิ่มความระมัดระวัง แนะนำให้ทยอยลดการลงทุน, SELL=ราคาใกล้เคียงมูลค่า และมีแนวโน้มลง แนะนำขาย, SWITCH=ราคาเกินมูลค่าและมีแนวโน้มลง แนะนำให้เปลี่ยนตัวเล่น

สำหรับคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ในระดับ SECTOR พิจารณาจากผลตอบแทนเปรียบเทียบของกลุ่มธุรกิจ มี 3 ระดับ คือ OVERWEIGHT=ลงทุนสูงกว่าน้ำหนักดัชนี คาดให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาด (OUTPERFORM), NEUTRAL=แนะนำลงทุนเท่ากับน้ำหนักดัชนี คาดว่าให้ผลตอบแทนใกล้เคียงตลาด และ UNDERWEIGHT=ลงทุนน้อยกว่าน้ำหนักดัชนี คาดว่าจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด (UNDERPERFORM)

นอกจากนี้ เพื่อให้ผู้อ่านเข้าใจถึงระดับความน่าสนใจของหุ้นต่างๆ อย่างง่าย เราได้ใช้สัญลักษณ์ความน่าสนใจของหุ้นเป็นจำนวนดาว (STAR RATING) ซึ่ง STAR RATING จะมีระดับความน่าสนใจสูงสุดเป็น ★★★★★ และระดับความน่าสนใจต่ำสุดเป็น ★

โดย STAR RATING นี้จะประมวลจากความเห็นนักวิเคราะห์ 3 ด้าน คือมาจาก RATING ทางด้านพื้นฐานสูงสุด 2 ดาว (SBUY/BUY=★★★★, TBUY/HOLD=★) ด้านเทคนิคสูงสุด 2 ดาว (BULL=★★, BOAR=★) และด้านกลยุทธ์ SECTOR สูงสุด 1 ดาว (OVERWEIGHT=★) เช่น หุ้น XYZ มีคำแนะนำด้านพื้นฐานเป็น BUY มีคำแนะนำด้านเทคนิคเป็น BOAR และมีคำแนะนำด้านกลยุทธ์ระดับ SECTOR เป็น NEUTRAL เราจะให้ STAR RATING ของหุ้น XYZ เท่ากับ ★★ ★ เป็นต้น

สำหรับเครื่องมือที่สภาวะตลาดต่างๆ ที่เราได้แสดงตัวเลขไว้ในหน้า 1 มีวิธีการอ่านค่าและแปลความหมายโดยสังเขป ดังนี้

| Bullish | Bearish |
|-----------------------------------|-----------------------------------|
| MACD > SIGNAL | MACD < SIGNAL |
| % K > % D | % K < % D |
| FTI Signal > FTI | FTI Signal < FTI |
| DI ⁺ > DI ⁻ | DI ⁺ < DI ⁻ |

| Overbought | Oversold |
|---------------|---------------|
| % K > 80 | % K < 20 |
| RSI > 70 | RSI < 30 |
| Hist Vol < 10 | Hist Vol > 20 |

ในรายงานนี้ยังได้เปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI INSTITUTE OF DIRECTORS-IOD) ในเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ (CORPORATE GOVERNANCE RATING) และผลการประเมินของสถาบันไทยพัฒนาทางด้านดัชนีชี้วัดความคืบหน้า การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR) ของบริษัทจดทะเบียนไว้ด้วย

ทั้งนี้ การประเมิน CG RATING และ ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR ดังกล่าว กำหนดสัญลักษณ์และความหมาย ดังนี้

CORPORATE GOVERNANCE RATING

| ช่วงคะแนน | สัญลักษณ์ | ความหมาย |
|------------|---|------------------------|
| 90-100 |  | ดีเลิศ (EXCELLENT) |
| 80-89 |  | ดีมาก (VERY GOOD) |
| 70-79 |  | ดี (GOOD) |
| 60-69 |  | ดีพอใช้ (SATISFACTORY) |
| 50-59 |  | ผ่าน (PASS) |
| ต่ำกว่า 50 | - | - |

ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR

| ระดับ | ความหมาย |
|---|--|
| ได้รับการรับรอง (CERTIFIED) | บริษัทได้รับการรับรองเป็นสมาชิกแนวร่วมปฏิบัติในการต่อต้านทุจริต (COLLECTIVE ACTION COALITION) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย |
| ประกาศเจตนารมณ์ (DECLARED) | บริษัทได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วม CAC |
| ไม่เปิดเผย (NON-DISCLOSURE) หรือ ไม่มั่นนโยบาย (NON-COMMITTED) | บริษัทไม่ได้ประกาศเจตนารมณ์เป็นแนวร่วม CAC หรือไม่มั่นนโยบายในเรื่องนี้ |

การจัดอันดับดังกล่าวเป็นผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏเท่านั้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง การเปิดเผยข้อมูลนี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด