

# Bumrungrad Hospital (BH TB)

## แนวโน้มการฟื้นตัวยังไม่แน่นอน

### คงคำแนะนำ “ซื้อ” แต่ปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 225 บาท

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” สำหรับ BH แต่ด้วยราคาเป้าหมายที่ลดลงเหลือ 225 บาท โดยเรามองหุ้นยังขาดปัจจัยหนุนระยะสั้น เนื่องจากคาดว่าผลประกอบการ 1Q68 จะอ่อนแอ ขณะที่รายได้จากผู้ป่วยสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE) ยังมีความไม่แน่นอนว่าผ่านระดับต่ำสุดไปหรือยัง การซื้อขายในระดับต่ำกว่ากลุ่ม อยู่ที่ P/E ปี 68 ที่ 20 เท่า ซึ่งเรามองว่าสูงเหตุผลเมื่อพิจารณาถึงความไม่แน่นอนของผู้ป่วยตะวันออกกลาง ทั้งนี้หุ้นอาจกลับมาฟื้นตัวได้อีกครั้งใน 2Q68 หลังจากผ่านพ้นช่วงเดือนรอมฎอน และแรงกดดันจากคูเวตลดลงเมื่อฐานเริ่มกลับสู่ภาวะปกติ โดยปัจจัยหนุนที่อาจช่วยให้ผลประกอบการดีกว่าคาด ได้แก่ การฟื้นตัวของผู้ป่วยจากตะวันออกกลาง การเพิ่มขึ้นของผู้ป่วยจากซาอุดีอาระเบียหลังจากข้อตกลง MOU กับรัฐบาล และการเติบโตของตลาดในประเทศที่แข็งแกร่งกว่าคาด

### ปัญหาผู้ป่วยตะวันออกกลางยังคงไม่คลี่คลาย

รายได้จากผู้ป่วยตะวันออกกลางลดลง 19% YoY ใน 4Q67 โดยรายได้จากคูเวตลดลง 73% เนื่องจากรัฐบาลยังหยุดส่งตัวผู้ป่วยไปต่างประเทศ ขณะที่รายได้จาก UAE ลดลง 37% จากนโยบาย Decentralization ของรัฐที่มีการกระจายส่งผู้ป่วยไปยังที่อื่นมากขึ้น โดย BH กำลังอยู่ระหว่างการเจรจาและพยายามทำสัญญาใหม่กับทางรัฐ UAE เพื่อดึงผู้ป่วยกลับมา แม้ผู้บริหาร BH จะมีมุมมองเชิงบวกต่อการฟื้นตัว แต่เรายังไม่เห็นกรอบเวลาที่แน่ชัด อีกทั้งยังมีความเสี่ยงที่ปริมาณผู้ป่วยอาจไม่ฟื้นตัวกลับไประดับเดิม หรืออาจต้องมีการปรับราคาลดลงเพื่อให้สามารถต่ออายุสัญญาได้

### แนวโน้มระยะสั้นยังไม่สดใส

ผู้บริหารคาดว่ารายได้ 1Q68 จะลดลง 5% YoY แม้ว่าจะมีการปรับขึ้นราคาค่ารักษา 4% เมื่อต้นปีนี้ ความท้าทายหลัก ได้แก่ การที่เดือนรอมฎอนอยู่ในไตรมาส 1 ทั้งหมด (เทียบกับ 22 วันใน 1Q67) และการลดลงต่อเนื่องของรายได้จากคูเวต เราคาดการณ์กำไร 1Q68 อยู่ที่ 1.69 พันล้านบาท (-14% YoY, -11% QoQ) เนื่องจากรายได้ที่ลดลง 5% และอัตรากำไรขั้นต้นที่อ่อนแอลงจากสัดส่วนรายได้ของผู้ป่วยตะวันออกกลางที่ลดลง

### ปรับลดประมาณการกำไรปี 68-69 ลง 7-8%

จากความไม่แน่นอนของผู้ป่วยตะวันออกกลาง เรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้น และปรับลดประมาณการกำไรปี 68-69 ลง 7-8% โดยคาดว่ารายได้ปี 68 จะเติบโตเพียง 1% YoY (เทียบกับ +3% ก่อนหน้า) จากอัตรากำไรที่ลดลงเนื่องจากผู้ป่วยตะวันออกกลางมีสัดส่วนลดลง และต้นทุนที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้เรายังคงไม่ได้รวมโรงพยาบาลภูมิเกิดไว้ในประมาณการ เนื่องจากข้อมูลยังมีจำกัด นอกจากนี้การเปิดให้บริการโรงพยาบาลในภูมิเกิดคงถูกเลื่อนออกไปเป็น 1H70 (จาก 2H69) เนื่องจากการอนุมัติ EIA ล่าช้า โดยแม้ว่าเราจะมองว่าโรงพยาบาลภูมิเกิดจะเพิ่มมูลค่าให้กับ BH ในระยะยาว แต่ในปีแรกจะมีแรงกดดันด้านต้นทุนเพิ่มราว 350 ล้านบาทกระทบกำไร

FYE Dec (THB m)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	25,296	25,634	25,891	26,719	27,654
EBITDA	9,318	10,037	9,913	10,181	10,607
Core net profit	6,978	7,797	7,469	7,647	7,977
Core EPS (THB)	8.78	9.81	9.40	9.62	10.04
Core EPS growth (%)	41.2	11.7	(4.2)	2.4	4.3
Net DPS (THB)	4.50	5.00	4.70	4.81	5.02
Core P/E (x)	25.3	20.3	20.2	19.8	18.9
P/BV (x)	7.4	5.8	4.9	4.5	4.1
Net dividend yield (%)	2.0	2.5	2.5	2.5	2.6
ROAE (%)	32.2	30.3	25.7	23.7	22.5
ROAA (%)	26.1	25.2	21.7	20.2	19.4
EV/EBITDA (x)	18.6	15.5	14.6	14.0	13.1
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Consensus net profit	-	-	7,936	8,220	8,685
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(5.9)	(7.0)	(8.2)

Nontapat Sahakitpinyo  
nontapat.sahakitpinyo@maybank.com  
(66) 2658 5000 ext 2352

# BUY

Share Price	THB 190.00
12m Price Target	THB 225.00 (+18%)
Previous Price Target	THB 250.00

### Company Description

BH is a premium hospital operator, serving high-income domestic and foreign patients.

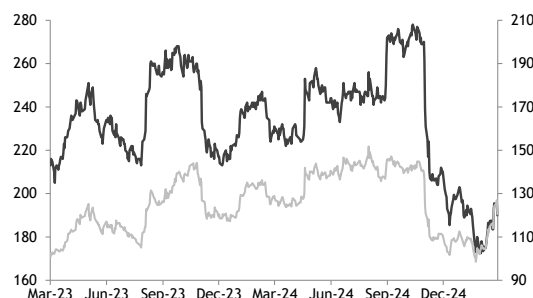
### Statistics

52w high/low (THB)	278.00/172.50
3m avg turnover (USDm)	23.3
Free float (%)	64.2
Issued shares (m)	795
Market capitalisation	THB151.0B USD4.5B

### Major shareholders:

Bangkok Insurance	11.2%
Bangkok Bank	6.4%
Mr. Satit Viddayakorn	4.3%

### Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	9	(10)	(17)
Relative to index (%)	16	8	(6)

Source: FactSet

### Terms defined

EIA - Environmental impact assessment

## 1. 4Q24 earnings recap

### The beat mainly came from tax benefit

BH's 4Q24 net profit of THB1.9b (+11% YoY, -3% QoQ) beat our and consensus estimates by 5-8%, primarily due to a lower-than-expected tax rate due to tax benefit realization of THB131m. Core operations were in line, with -1% decline in revenue growth, primarily pressured by the 6% YoY decline of international patient revenue. Although double-digit Thai patient growth exceeded our expectations, it was offset by lower-than-expected GPM due to a weaker mix of foreign patients. The overall intensity in 4Q24 decreased by 6%, with a slight 1% drop in volume, while overall services increased by 6% compared to 4Q23.

Fig 1: BH's 4Q24 results

P&L (THB m)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	% chg YoY	% chg QoQ	FY23	FY24	% chg YoY
Sales	6,497	6,516	6,282	6,384	6,452	-1%	1%	25,296	25,634	1%
Gross Profit	3,164	3,370	3,274	3,294	3,193	1%	-3%	12,401	13,131	6%
SG&A	1,140	1,020	1,007	1,003	1,142	0%	14%	4,180	4,171	0%
EBITDA	2,299	2,617	2,534	2,562	2,325	1%	-9%	9,318	10,037	8%
Operating Profit	2,024	2,350	2,267	2,292	2,051	1%	-10%	8,221	8,960	9%
Net other income	98	111	127	136	133			392	508	
Interest expense	1	2	2	2	2			8	8	
Pre-tax profit	2,121	2,459	2,393	2,426	2,182	12%	-3%	8,605	9,459	10%
Income Tax	408	469	432	424	279			1,583	1,604	
Core profit	1,702	1,975	1,937	1,990	1,896	11%	-5%	6,978	7,798	12%
Extra items	19	10	(5)	(34)	7			28	(23)	
Reported net profit	1,721	1,985	1,932	1,955	1,903	11%	-3%	7,006	7,775	11%
Core EPS	2.14	2.48	2.44	2.50	2.39	11%	-5%	8.78	9.81	12%
<b>Key ratios</b>						<b>ppt</b>				<b>ppt</b>
Gross margin (%)	48.7%	51.7%	52.1%	51.6%	49.5%	0.8%	-2.1%	49.0%	51.2%	2.2%
SG&A/Revenue (%)	17.6%	15.7%	16.0%	15.7%	17.7%	0.1%	2.0%	16.5%	16.3%	-0.3%
EBITDA margin (%)	35.4%	40.2%	40.3%	40.1%	36.0%	0.7%	-4.1%	36.8%	39.2%	2.3%
Core profit margin (%)	26.2%	30.3%	30.8%	31.2%	29.4%	3.2%	-1.8%	27.6%	30.4%	2.8%
Net profit margin (%)	26.5%	30.5%	30.8%	30.6%	29.5%	3.0%	-1.1%	27.7%	30.3%	2.6%

Source: Company data, MST

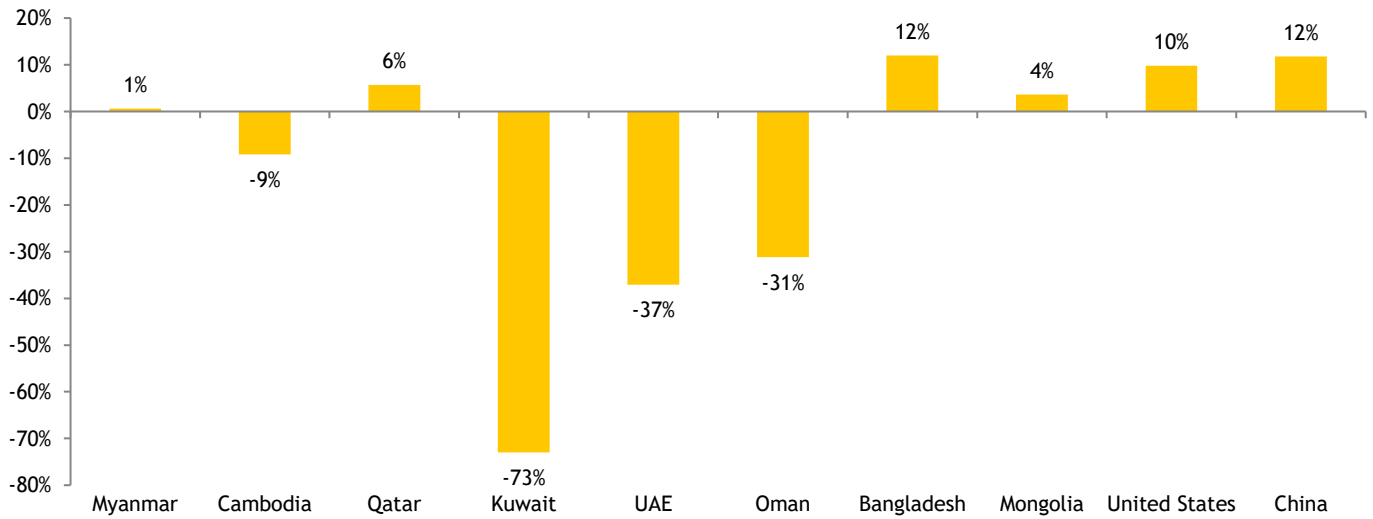
### Thai patient growth strong in 4Q24, but may not persist in FY25

Management explained that the strong 10% growth in Thai patients in 4Q24 was primarily driven by an increased conversion rate from health check-ups to admissions, which boosted overall intensity. However, they noted that this growth is likely seasonal, and the rate may not remain as strong in FY25.

### Middle East issues not yet resolved

Middle East patient revenue was the main drag, dropping 19% YoY in 4Q24, with Kuwait down 73% as the government has yet to resume patient referrals, and UAE revenue falling 37% due to a decentralized policy redirecting patients elsewhere. BH is actively negotiating and working on re-contracting with UAE institutions to bring patients back. While BH remains optimistic about a recovery, we see no clear timeline for this. There are also risks that patient volumes may not fully recover or that pricing adjustments, such as discounts, may be required to secure re-contracting.

**Fig 2: BH's international revenue growth YoY of top 10 nationalities in 4Q24**

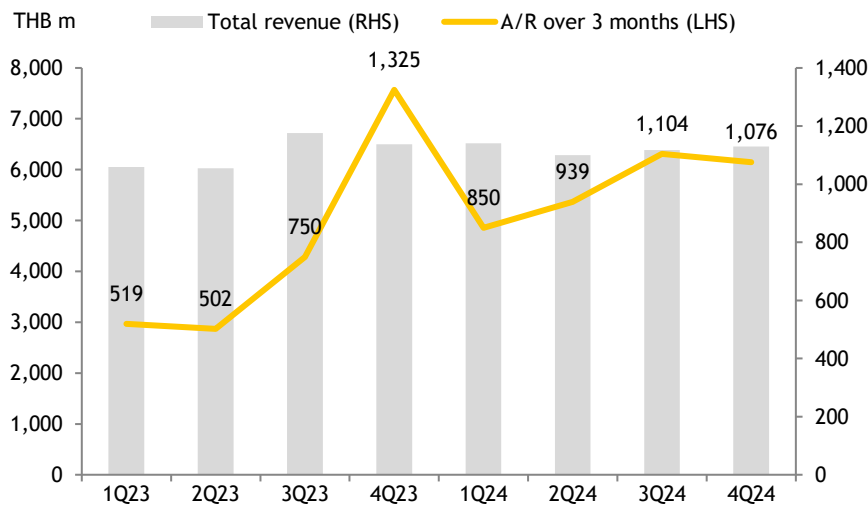


Source: Company data, MST

**Rising account receivables mainly led by Kuwait**

While total revenue remains relatively flat, we have seen account receivables over 3 months increase to around THB1b from THB500m previously. Management clarified that this increase is primarily driven by Kuwait and accelerated following the issues. However, they are confident that the bills will be paid, even if patients do not return.

**Fig 3: BH's account receivables over 3 months vs total revenue**

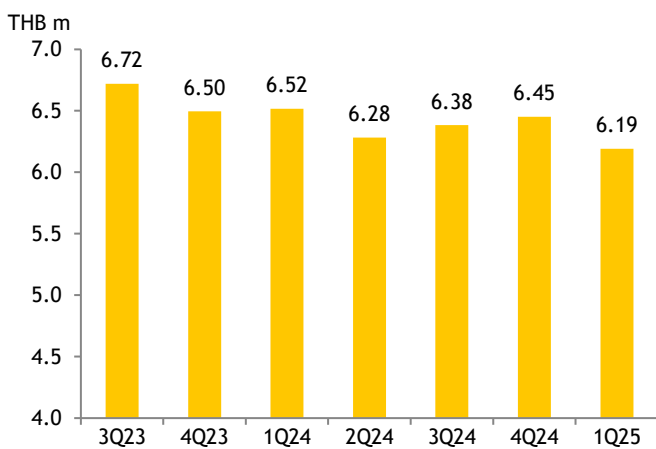


Source: Company data, MST

## 2. Dull short-term outlook

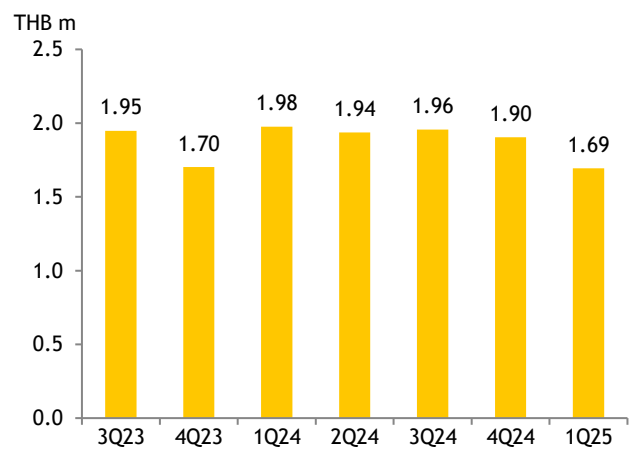
Management guided for a 5% YoY revenue decline in 1Q25 despite a 4% price increase earlier this year. Key challenges include Ramadan falling entirely within 1Q (vs. 22 days in 1Q24) and the continued decline in Kuwait revenue. We tentatively forecast 1Q25E earnings of THB1.69b (-14% YoY, -11% QoQ) given revenue decline of -5% YoY, -4% QoQ and soften GPM to 49.2% (vs. 51.7%/49.5% in 1Q24/4Q24) primarily due to lower revenue intensity from Middle East patients. Note that management expects a recovery in the following quarter after Ramadan ends. Additionally, they see an opportunity to gain more Saudi Arabian patients as the government considers sending sponsored referrals abroad. BH expects to be shortlisted, but the timeline remains uncertain and may take time.

**Fig 4: BH's quarterly revenue**



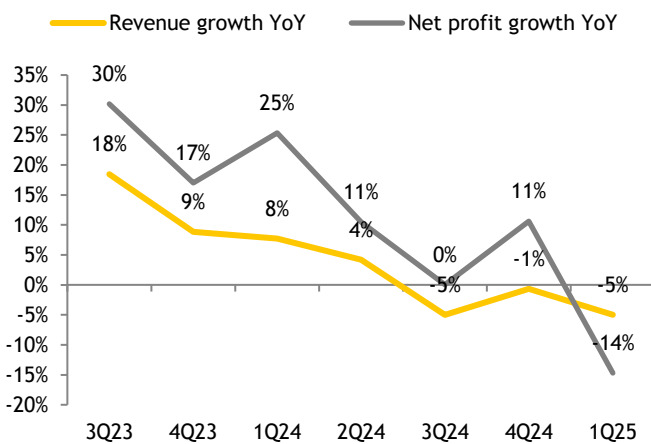
Source: Company data, MST

**Fig 5: BH's quarterly net profit**



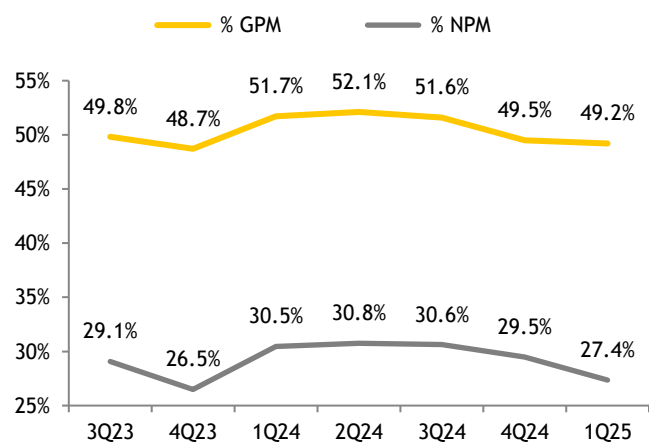
Source: Company data, MST

**Fig 6: BH's quarterly revenue and core profit growth**



Source: Company data, MST

**Fig 7: BH's quarterly GPM and NPM**



Source: Company data, MST

### 3. Cutting FY25-26E earnings by 7-8%

Given uncertainties in the Middle East, we adopt a more cautious stance, cutting our FY25-26 earnings forecasts by 7-8%. Revenue growth is now expected to be +1% YoY in FY25 (vs. +3% YoY previously), as we anticipate pressure from UAE and Kuwait patients in 1H25, with the price increase not fully offsetting this. We also expect a lower GPM of approximately 150bps in FY25 due to reduced Middle East patient intensity and rising costs, leading to a drop in FY25E earnings to THB7.4b (-4% YoY). However, we expect earnings to return to growth in FY26E, reaching THB7.6b (+2.4% YoY) and THB7.9b (+4.6% YoY) in FY27E, assuming Middle East growth resumes. The relatively low growth in FY26E reflects costs associated with the bed expansion in Soi 1, expected to incur approximately THB200m in costs.

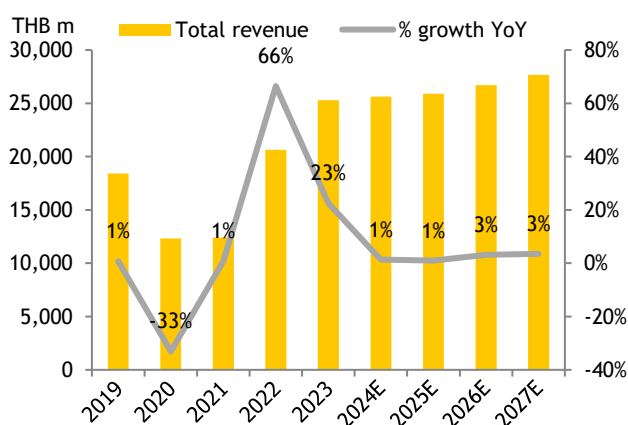
We also continue to exclude the Phuket hospital from estimates due to limited data, with its opening delayed to 1H27 (from 2H26) following a late EIA approval. While Phuket is expected to add long-term value, it may bring short-term cost pressures of approximately THB350m in year one.

Fig 8: Forecast changes for BH

THB m	New			Previous			% Chg.		
	FY24	FY25E	FY26E	FY24	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Total revenue	25,634	25,891	26,719	25,634	26,401	27,399	0%	-2%	-2%
EBITDA	10,037	9,896	10,180	10,037	10,580	10,950	0%	-6%	-7%
Core profit	7,797	7,438	7,616	7,797	7,995	8,245	0%	-7%	-8%
Net profit	7,775	7,438	7,616	7,775	7,995	8,245	0%	-7%	-8%
Revenue growth YoY	1.3%	1.0%	3.2%	1.3%	3.0%	3.8%	0%	-2%	-1%
GPM	51.2%	50.2%	50.4%	51.2%	51.7%	51.6%	0%	-1%	-1%
SG&A to sales	16.3%	16.6%	17.0%	16.3%	16.1%	16.3%	0%	0%	1%
EBITDA margin	39.2%	38.2%	38.1%	39.2%	40.1%	40.0%	0%	-2%	-2%
Core profit growth YoY	11.7%	-4.6%	2.4%	11.7%	2.5%	3.1%	0%	-7%	-1%
Net profit growth YoY	11.0%	-4.3%	2.4%	11.0%	2.8%	3.1%	0%	-7%	-1%

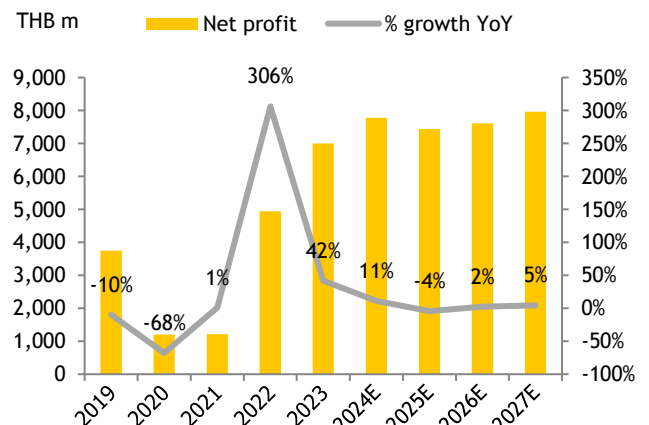
Source: Company data, MST

Fig 9: BH's annual revenue and growth



Source: Company data, MST

Fig 10: BH's annual net profit and growth



Source: Company data, MST

## 4. Maintain BUY with a lower TP of THB225

Our revised FY25E target price for BH is THB225, derived using the DCF method (7% WACC, 3% growth). We maintain our BUY rating, as the stock still offers 18% upside. However, we anticipate weak performance in 1Q25E and see limited near-term catalysts, with revenue from UAE patients yet to stabilize. The stock's discounted valuation of 20x FY25E P/E is reasonable, given the uncertainties surrounding Middle East patient volumes. We expect potential momentum in 2Q25E after Ramadan and a normalization of pressures from Kuwait. Upside risks include a recovery in Middle East patients, increased Saudi patient inflow from government MOUs, and stronger-than-expected domestic market performance.

Fig 11: DCF valuation

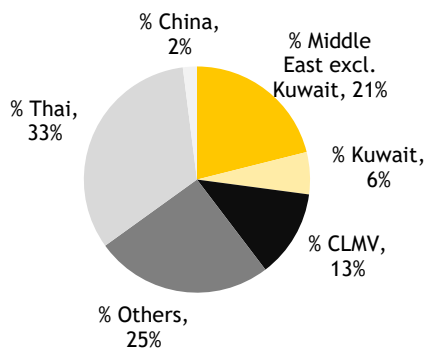
THB m	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	FY32E	FY33E	FY34E	FY35E
FCFF	7,401	6,922	7,268	7,596	7,922	8,160	8,405	8,657	8,916	9,184	9,459
<b>After tax Cost of Debt</b>	<b>2.4%</b>										
Risk-Free Rate	3.0%										
Market Return	10.4%										
Beta (x)	0.62										
<b>Cost of Equity</b>	<b>7.6%</b>										
Weight of debt	15%										
Weight of equity	85%										
<b>WACC</b>	<b>6.8%</b>										
<b>Terminal growth rate</b>	<b>3.0%</b>										
Total PV	189,735										
Less: Net debt	-6,255										
<b>Total equity value</b>	<b>195,990</b>										
Less: Convertible bond	17,345										
Share outstanding (m. shares)	795										
<b>Fair value (Baht/share)</b>	<b>225</b>										

Source: Company data, MST

## Value Proposition

- BH is a leading private hospital in Thailand with 580 licensed beds in the premium segment.
- BH has strong brand recognition, especially for international patients with a focus on high-intensity treatments.
- Despite no expansion in the past, the growth was driven mainly by price adjustments, c.7% CAGR in 2013-23.
- International patients generated 67% of its 2023 revenue, back to the pre-Covid-19 level, but the amount was 37% higher.
- BH has plans for a new 212-bed hospital in Phuket with an expected opening date in late-2026 or 2027.

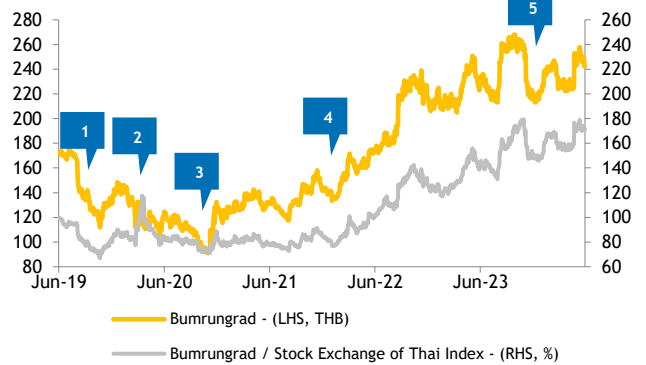
### BH's revenue breakdown (FY23)



Source: Company data, MST

## Price Drivers

### Historical share price trend



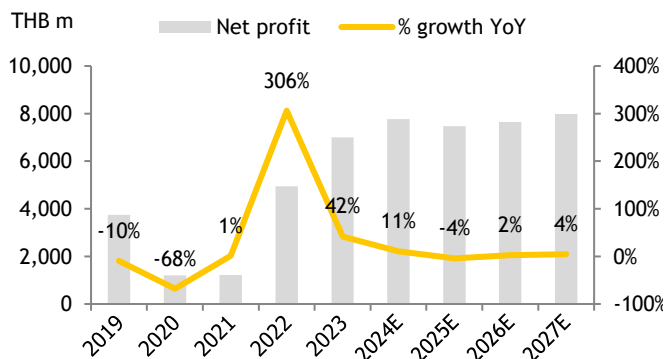
Source: Company, MST

1. Weak 2Q19 earnings (-25% YoY) and concerns about intense competition led BH to offer discounts in selected markets.
2. Covid started in China in 3Q19.
3. Thailand shut its borders in April 2020 and BH lost revenue from fly-in international patients.
4. Re-opening in Nov 2021 led to the return of international patients, leading to double-digit YoY earnings growth for 9 consecutive quarters (4Q21-3Q23).
5. YoY growth normalized to single digit, leading to some selling pressure on the stock.

## Financial Metrics

- BH's strong pricing power reflected in net profit margin of 29% and average ROE of 24% in FY25-27E, highest among peers.
- We expect slow net profit CAGR of 1% in FY25-27E, pressured by a slowdown in Middle East growth and expansion cost.
- BH's balance sheet is healthy and we expect it to stay in a net cash position in FY25-27E despite incorporating the new planned hospital in Phuket.

### BH's net profit and growth



Source: Company data, MST

## Swing Factors

### Upside

- Higher-than-expected flow from international patients such as Middle East or CLMV patients.
- Faster-than-expected return of Kuwaiti patients and BH received a quota from Kuwait's government.
- High net margin can be sustained or continue to grow going forward due to higher treatment intensity, price adjustments and great cost management.

### Downside

- Slower-than-expected international patients, especially Kuwaiti patient.
- More competition in medical tourism. Other private hospitals may try to capture this market and offer lower fees.
- Direct price control by the Ministry of Commerce could affect EBITDA margin and long-term profit growth.

# ESG@MAYBANK IBG

Nontapat.sahakitpinyo@maybank.com

<b>Risk Rating &amp; Score<sup>1</sup></b>	25.7 Medium Risk
<b>Score Momentum<sup>2</sup></b>	-4.0
<b>Last Updated</b>	26 June 2024
<b>Controversy Score<sup>3</sup></b> (Updated: 26 June 24)	No evidence of controversies

## Business Model & Industry Issues

- BH is a premium international hospital operator in Thailand. Its strategy is to provide high-quality treatments to its patients. While patients are generally satisfied with BH’s services, the relatively high prices are a concern, especially for domestic patients. BH is required by the Ministry of Commerce to publicly disclose the prices of basic medicines, which BH complies with. We think this is fair to all patients.
- About 67% of BH’s normalised income is from foreign patients and for this reason BH has been a beneficiary of the re-opening in November 2021.
- In terms of CSR, BH is focusing on health promotion and health education.

### Material E issues

- The company strictly follows applicable laws, rules and regulations related to water and wastewater management, efficient consumption of water, appropriate discharge and treatment of wastewater.
- BH has released a Greenhouse Gas (GHG) emission report for the first time in 2023 and have not set the target yet.
- BH has continued to implement strategies to drive energy eco-efficiency across its operations such as installing solar rooftop, semi-automatic air-conditioning systems, and high-efficiency chillers.
- In 2023, a total of 6.926 tons of plastic were recycled, reducing GHG Emission by 7.139 tons of carbon dioxide equivalence.
- BH has established enterprise guidelines around the development of new properties with environmentally appropriate landscaping, including water efficiency as part of hospital construction guidelines and implemented water reduction initiatives.

### Material S issues

- Since 2003, BH through its Bumrungrad Hospital Foundation has treated 804 underprivileged children with congenital heart disease, free of charge.
- BH set up an “ARSA Bumrungrad” mobile clinic in Bangkok to provide underprivileged people in more than 27 communities in Bangkok with free medical services since 2001. In 2021, the mobile clinic provided health checks to 378 people.

### Key G metrics and issues

- The company’s directors cannot hold directorships in more than 5 companies.
- BH paid THB20.7m to the board of directors in FY23 or 0.3% of net profit.
- There are 11 directors on the board, 5 of whom are independent, 3 are women and 3 are non-executive directors.
- The 5 independent directors on the board account for 45%, more than one-third required by SET.
- There are 4 directors in the audit committee, all of whom are independent.
- There are four channels that employees and customers can make complaints or suggestions: 1) comment boxes; 2) online; 3) email; and 4) call centre that can receive internal and external anonymous reports in multiple languages.
- BH has a Corporate Social Responsibility (CSR) committee to manage CSR activities. There are two areas that BH focuses on, in terms of CSR: health promotion and health education.
- The audit committee is responsible for risk assessment and designing risk management systems.
- The company is also required by the Ministry of Commerce to make public the prices of medicines. We think the increased transparency should benefit BH’s patients.

<sup>1</sup>**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company’s exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company’s enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. <sup>2</sup>**Score Momentum** - indicates changes to the company’s score since the last update - a **negative** integer indicates a company’s improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. <sup>3</sup>**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).



Quantitative Parameters (Score: 47)						
	Particulars	Unit	2021	2022	2023	BDMS TB
E	Scope 1 emissions	tCO2e	N/A	N/A	3,705	28,900
	Scope 2 emissions	tCO2e	N/A	N/A	25,938	155,310
	<b>Total</b>	<b>tCO2e</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>29,644</b>	<b>184,210</b>
	Scope 3 emissions	tCO2e	N/A	N/A	4,042	N/A
	<b>Total</b>	<b>tCO2e</b>	<b>28,966</b>	<b>31,824</b>	<b>33,686</b>	<b>184,210</b>
			tCO2/			
	Scope 1+2 emissions intensity	revenue (THB m)	N/A	N/A	1.17	1.90
	Energy intensity	mWh/revenue (THB m)	3.95	2.57	2.15	3.81
	Water intensity	cubic m/revenue (THB m)	35.93	23.07	21.57	8.35
	Waste intensity	t/revenue (THB m)	N/A	N/A	N/A	16.7%
S	Non-hazardous waste recycling	% to total waste	N/A	N/A	N/A	18.9%
	Cases of environmental non-compliance	number	N/A	N/A	N/A	0
	% of women in workforce	%	79.3%	N/A	N/A	83.1%
	% of women in management roles	%	75.0%	75.0%	75.0%	40.0%
	Average training hours per employee	hours	56.5	55.6	72.4	57.0
G	Lost time injury frequency (LTIF) rate	per 1m hours worked	N/A	N/A	N/A	0.63
	Patient satisfaction score	%	95.9%	91.4%	93.8%	93.8%
	Board salary as % of core profit	%	1.47%	0.40%	0.30%	0.89%
	Independent directors as % of the Board	%	45%	45%	45%	47%
	Female directors on the Board	%	27%	27%	27%	13%
	Incidents of data privacy/security breaches	no.	N/A	N/A	N/A	0

Qualitative Parameters (Score: 50)	
a) Is there an ESG policy in place and is there a standalone ESG committee or is it part of the risk committee?	<i>BH has a mission statement and a sustainability committee headed by the Managing Director. The committee reports to the board.</i>
b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?	<i>No.</i>
c) Does the company follow the task force of climate related disclosures (TCFD) framework for ESG reporting?	<i>No.</i>
d) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions - which parameters are captured?	<i>The company is in the process of capturing.</i>
e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>As for water management, BH is focusing on reducing water consumption by promoting leak detection and reporting as well as adding sensors to irrigation systems. In terms of waste management, the company focuses on reducing regulated medical waste by sterilizing medical equipment, after which it is reused or resold at a lower cost to healthcare providers.</i>
f) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	<i>No.</i>

Target (Score: 0)		
Particulars	Target	Achieved
N/A	N/A	N/A
Impact		
N/A		
<b>Overall Score: 36</b>		
As per our ESG matrix, Bumrungrad Hospital (BH TB) has an overall score of 36		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	47	24
Qualitative	25%	50	13
Target	25%	0	0
<b>Total</b>			<b>36</b>

As per our ESG assessment, BH has an established framework and internal policies. However, it needs tangible medium/long-term targets as well as ESG data collection and disclosures. BH's overall ESG score is 36, which makes its ESG rating below average in our view (average ESG rating = 50).

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
<b>Key Metrics</b>					
P/E (reported) (x)	26.3	24.6	20.2	19.8	18.9
Core P/E (x)	25.3	20.3	20.2	19.8	18.9
P/BV (x)	7.4	5.8	4.9	4.5	4.1
P/NTA (x)	7.4	5.8	4.9	4.5	4.1
Net dividend yield (%)	2.0	2.5	2.5	2.5	2.6
FCF yield (%)	3.1	4.6	4.9	4.6	5.3
EV/EBITDA (x)	18.6	15.5	14.6	14.0	13.1
EV/EBIT (x)	21.1	17.4	16.6	15.9	14.9

**INCOME STATEMENT (THB m)**

Revenue	25,296.0	25,634.4	25,890.7	26,719.2	27,654.4
EBITDA	9,317.8	10,037.3	9,912.7	10,181.4	10,606.8
Depreciation	(1,096.8)	(1,077.2)	(1,174.0)	(1,223.4)	(1,257.5)
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	8,221.1	8,960.0	8,738.7	8,958.0	9,349.4
Net interest income / (exp)	(2.4)	(8.3)	(8.0)	(8.0)	(9.0)
Associates & JV	(0.9)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
Exceptionals	27.7	(22.7)	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	391.8	507.5	501.7	502.5	503.4
Pretax profit	8,637.3	9,436.0	9,232.4	9,452.5	9,843.7
Income tax	(1,582.5)	(1,604.0)	(1,698.8)	(1,739.3)	(1,811.2)
Minorities	(48.7)	(57.3)	(65.0)	(66.0)	(55.3)
Discontinued operations	(27.7)	22.7	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	7,006.1	7,774.7	7,468.6	7,647.3	7,977.2
Core net profit	6,978.4	7,797.5	7,468.6	7,647.3	7,977.2

**BALANCE SHEET (THB m)**

Cash & Short Term Investments	3,774.1	3,259.4	6,402.2	8,805.0	12,087.9
Accounts receivable	4,408.5	3,982.3	3,404.8	3,513.8	3,636.7
Inventory	362.3	355.9	406.2	435.7	449.1
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	12,302.4	12,631.9	13,457.9	14,034.5	14,083.3
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	13.2	130.3	131.6	132.9	134.2
Other assets	8,351.7	12,293.2	12,396.7	12,501.2	12,420.4
<b>Total assets</b>	<b>29,212.1</b>	<b>32,653.0</b>	<b>36,199.4</b>	<b>39,423.0</b>	<b>42,811.6</b>
ST interest bearing debt	17.0	37.1	38.4	41.9	47.4
Accounts payable	1,078.5	1,148.8	1,112.7	1,161.9	1,197.7
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	74.2	102.4	109.1	113.3	115.9
Other liabilities	3,945.0	3,564.0	3,935.0	3,980.0	4,018.0
<b>Total Liabilities</b>	<b>5,114.3</b>	<b>4,852.1</b>	<b>5,195.0</b>	<b>5,297.2</b>	<b>5,379.5</b>
Shareholders Equity	23,801.1	27,487.7	30,704.4	33,825.8	37,132.2
Minority Interest	296.7	313.3	300.0	300.0	300.0
<b>Total shareholder equity</b>	<b>24,097.8</b>	<b>27,800.9</b>	<b>31,004.4</b>	<b>34,125.8</b>	<b>37,432.2</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>29,212.1</b>	<b>32,653.0</b>	<b>36,199.4</b>	<b>39,423.0</b>	<b>42,811.6</b>

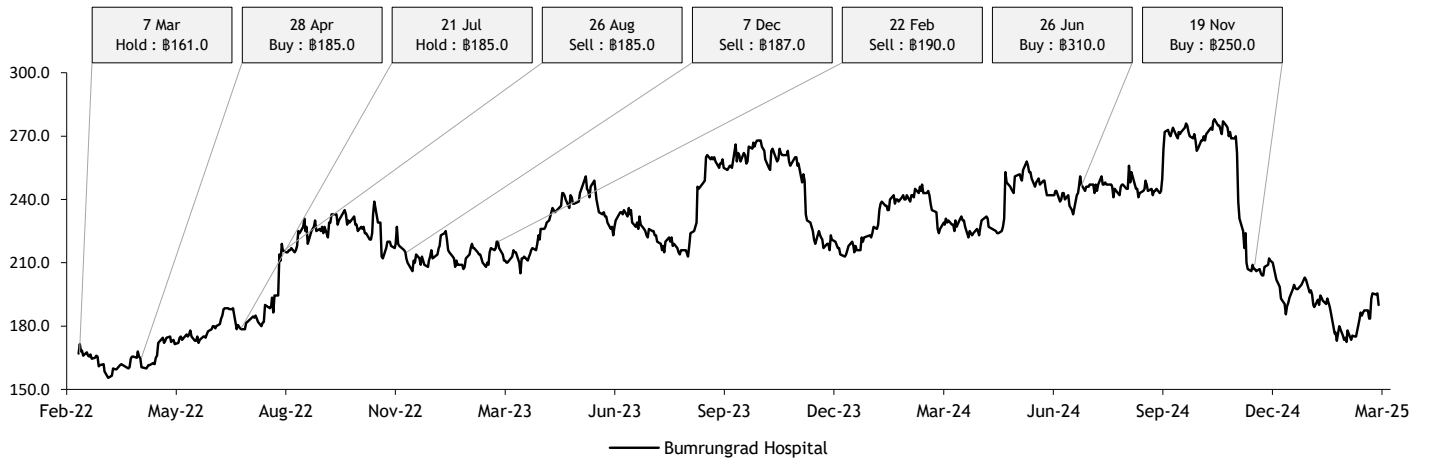
**CASH FLOW (THB m)**

Pretax profit	8,637.3	9,436.0	9,232.4	9,452.5	9,843.7
Depreciation & amortisation	1,096.8	1,077.2	1,174.0	1,223.4	1,257.5
Change in working capital	(2,448.3)	(1,873.6)	773.5	(133.4)	27.3
Cash taxes paid	(1,582.5)	(1,604.0)	(1,698.8)	(1,739.3)	(1,811.2)
Other operating cash flow	(48.7)	(57.3)	(65.0)	(66.0)	(55.3)
Cash flow from operations	7,094.4	8,671.2	9,416.2	8,737.3	9,261.9
Capex	(1,675.2)	(1,321.0)	(2,015.0)	(1,815.0)	(1,315.0)
Free cash flow	5,419.1	7,350.2	7,401.2	6,922.3	7,946.9
Dividends paid	(2,938.5)	(4,101.3)	(4,251.9)	(4,525.8)	(4,670.8)
Equity raised / (purchased)	51.3	25.2	(13.3)	0.0	0.0
Change in Debt	27.9	48.3	8.1	7.7	8.1
Other invest/financing cash flow	(944.9)	(3,860.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
Effect of exch rate changes	68.0	23.2	0.0	0.0	0.0
<b>Net cash flow</b>	<b>1,682.9</b>	<b>(514.7)</b>	<b>3,142.8</b>	<b>2,402.9</b>	<b>3,282.8</b>

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
<b>Key Ratios</b>					
<b>Growth ratios (%)</b>					
Revenue growth	22.5	1.3	1.0	3.2	3.5
EBITDA growth	35.7	7.7	(1.2)	2.7	4.2
EBIT growth	43.0	9.0	(2.5)	2.5	4.4
Pretax growth	42.8	9.2	(2.2)	2.4	4.1
Reported net profit growth	41.9	11.0	(3.9)	2.4	4.3
Core net profit growth	41.2	11.7	(4.2)	2.4	4.3
<b>Profitability ratios (%)</b>					
EBITDA margin	36.8	39.2	38.3	38.1	38.4
EBIT margin	32.5	35.0	33.8	33.5	33.8
Pretax profit margin	34.1	36.8	35.7	35.4	35.6
Payout ratio	51.1	51.1	50.0	50.0	50.0
<b>DuPont analysis</b>					
Net profit margin (%)	27.7	30.3	28.8	28.6	28.8
Revenue/Assets (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
Assets/Equity (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
ROAE (%)	32.2	30.3	25.7	23.7	22.5
ROAA (%)	26.1	25.2	21.7	20.2	19.4
<b>Liquidity &amp; Efficiency</b>					
Cash conversion cycle	29.7	37.2	30.4	27.1	27.1
Days receivable outstanding	50.3	58.9	51.4	46.6	46.5
Days inventory outstanding	9.6	10.3	10.6	11.4	11.7
Days payables outstanding	30.2	32.1	31.6	30.9	31.1
Dividend cover (x)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Current ratio (x)	3.7	4.4	4.7	5.2	5.9
<b>Leverage &amp; Expense Analysis</b>					
Asset/Liability (x)	5.7	6.7	7.0	7.4	8.0
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net gearing (%) (excl. perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net interest cover (x)	nm	nm	nm	nm	nm
Debt/EBITDA (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capex/revenue (%)	6.6	5.2	7.8	6.8	4.8
Net debt/ (net cash)	(3,682.9)	(3,119.9)	(6,254.7)	(8,649.8)	(11,924.6)

Source: Company; Maybank IBG Research

### Historical recommendations and target price: Bumrungrad Hospital (BH TB)



**APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS**

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกระดับ นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ดังกล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

**มาเลเซีย**

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคไม่ได้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

**สิงคโปร์**

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

**ไทย**

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มีวัตถุประสงค์ในการจัดทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศและนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th> ทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อนอาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความสำคัญอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้ใช้บริการจากการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงจากการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนแล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นผู้คนภายนอก โดยมีได้มีการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

**สหรัฐอเมริกา**

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Webush Securities Inc. ("Webush"), เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Webush ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Webush ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า Webush ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

**อังกฤษ**

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกจำกัดความเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

**DISCLOSURES**

**Legal Entities Disclosures**

**มาเลเซีย:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 198700034E) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Sekuritas (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ the Financial Services Authority (Indonesia) **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของ กระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** Maybank Securities Inc (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Banker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **อังกฤษ:** Maybank Securities (London) Ltd (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Conduct Authority

**Disclosure of Interest**

**มาเลเซีย:** Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกบการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวิเคราะห์, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 6 มีนาคม 2568, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**ไทย:** MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกบการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

**ฮ่องกง:** ณ วันที่ 6 มีนาคม 2568, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**อินเดีย:** ณ วันที่ 6 มีนาคม 2568 และ ณ วันสิ้นเดือนก่อนวันที่ตีพิมพ์บทวิเคราะห์ฉบับนี้ MIBSI นักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง / ญาติไม่มีส่วนได้เสียทางการเงินหรือเป็นเจ้าของที่แท้จริงหรือเป็นผู้มีส่วนได้เสียในหุ้นใด ๆ หรือมีผลประโยชน์ทับซ้อนในบริษัทนี้ฯ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ในช่วงสิบสองเดือนที่ผ่านมา MIBSI และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องไม่ได้รับค่าตอบแทนหรือผลประโยชน์อื่นใดจากบริษัทที่กล่าวถึงในบทวิเคราะห์หรือบุคคลที่สามที่เกี่ยวข้องกับบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างอิงถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

**OTHERS**

**Analyst Certification of Independence**

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**คำเตือน**

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

**Definition of Ratings**

Maybank IBG Research uses the following rating system

<b>BUY</b>	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>HOLD</b>	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>SELL</b>	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

**Applicability of Ratings**

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

**THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2024**



AAV	BR	ETE	KEX	OSP	SC	Score Range	Number of Logo	Description
ABM	BRI	FLOYD	KKP	PAP	SCAP	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ACE	BRR	FN	KSL	PB	SCB	80-89	▲▲▲▲	Very Good
ACG	BSRC	FPI	KTB	PCC	SCC	70-79	▲▲▲	Good
ADVANC	BTG	FPT	KTC	PCSGH	SCCC	60-69	▲▲	Satisfactory
AE	BTS	FVC	KTMS	PDJ	SCG	50-59	▲	Pass
AF	BTW	GABLE	KUMWEL	PEER	SCGD	Lower than 50	No logo given	N/A
AGE	BWG	GC	LALIN	PG	SCGP	SUN	TIIPP	
AH	CBG	GCAP	LANNA	PHOL	SCM	SUTHA	TPS	
AIT	CENTEL	GFC	LH	PIMO	SCN	SVI	TQM	
AJ	CFRESH	GFPT	LHFG	PLANB	SDC	SYM	TQR	
AKP	CHASE	GGC	LIT	PLAT	SEAFCO	SYNEX	TRP	
AKR	CHEWA	GLAND	LOXLEY	PLUS	SEAOIL	SYNTEC	TRUBB	
ALLA	CHOW	GLOBAL	LPN	PM	SELIC	TASCO	TRUE	
ALT	CIMBT	GPSC	LRH	PORT	SENA	TBN	TRV	
AMA	CIVIL	GRAMMY	LST	PPP	SENX	TCAP	TSC	
AMARIN	CK	GULF	M	PPS	SGC	TCMC	TSTE	
AMATA	CKP	GUNKUL	MAJOR	PR9	SGF	TEAMG	TSTH	
AMATAV	CNT	HANA	MALEE	PRG	SGP	TEGH	TTA	
ANAN	COLOR	HARN	MBK	PRIME	SHR	TFG	TTB	
AOT	COM7	HENG	MC	PRM	SICT	TFMAMA	TTCL	
AP	CPALL	HMPRO	M-CHAI	PRTR	SIRI	TGE	TTW	
ASIMAR	CPAXT	HPT	MCOT	PST	SIS	TGH	TU	
ASK	CPF	HTC	MFC	PSL	SITHAI	THANA	TVDH	
ASP	CPL	ICC	MFEC	PTT	SJWD	THANI	TVO	
ASW	CPN	ICHI	MINT	PTTEP	SKE	THCOM	TVT	
AURA	CPW	III	MODERN	PTTGC	SKR	THG*	TWPC	
AWC	CRC	ILINK	MONO	Q-CON	SM	THIP	UAC	
B	CRD	ILM	MOONG	QH	SMPC	THRE	UBE	
BAFS	CREDIT	IND	MOSHI	QTC	SNC	THREL	UBIS	
BAM	CSC	INET	MSC	RATCH	SNNP	TIPH	UKEM	
BANPU	CV	INSET	MST	RBF	SNP	TISCO	UPF	
BAY	DCC	INTUCH	MTC	RPC	SO	TK	UPOIC	
BBGI	DDD	IP	MTI	RPH	SONIC	TKS	UV	
BBL	DELTA	IRC	MVP	RS	SPALI	TKT	VARO	
BCH	DEMCO	IRPC	NCH	RT	SPC	TLI	VGI	
BCP	DITTO	IT	NER	RWI	SPI	TM	VIH	
BCPG	DMT	ITC	NKI	S	SPRC	TMILL	WACOAL	
BDMS	DOHOME	ITEL	NOBLE	S&J	SR	TMT	WGE	
BEC	DRT	ITTHI	NRF	SA	SSC	TNDT	WHA	
BEM	DUSIT	IVL	NSL	SAAM	SSF	TNITY	WHAUP	
BEYOND	EASTW	JAS	NTSC	SABINA	SSP	TNL	WICE	
BGC	ECF	JTS	NVD	SAK	SSSC	TOA	WINMED	
BGRIM	ECL	K	NWR	SAMART	STA	TOG	WINNER	
BJC	EGCO	KBANK	NYT	SAMTEL	STECON	TOP	ZEN	
BKIH	EPG	KCC	OCC	SAT	STGT	TPAC		
BLA	ERW	KCE	OR	SAV	STI	TPBI		
BPP	ETC	KCG	ORI	SAWAD	SUC	TIPL		



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



A5	BVG	EASON	J	MCA	PRI	SISB	TFI	ZAA
ADD	CEN	EE	JCKH	META	PRIN	SKN	TMC	
AIE	CGH	EFORL	JMT	MGC	PROEN	SKY	TMI	
ALUCON	CHARAN	EKH	JPARK	MITSIB	PROS	SMD	TNP	
AMC	CHAYO	ESTAR	JR	MK	PTC	SMIT	TOPP	
AMR	CHIC	ETL	JSP	NAM	READY	SORKON	TRU	
ARIN	CHOTI	FNS	JUBILE	NOVA	ROCTEC	SPG	UEC	
ASEFA	CITY	GBX	KBS	NTV	SABUY	SST	UOBKH	
ASIA	CMC	GENCO	KCAR	NV	SALEE	STC	VL	
ASN	CPANEL	GTB	KIAT	OGC	SAMCO	STOWER	WAVE	
BIG	CSP	GYT	KISS	PACO	SANKO	STP	WFX	
BIOTEC	DEXON	ICN	KK	PANEL	SCI	SVR	WIIK	
BIS	DOD	IIG	KWC	PHG	SE	SWC	XO	
BJCHI	DPAINT	IMH	LDC	PIN	SE-ED	TAKUNI	XPG	
BLC	DV8	IRCP	LEO	PRAPAT	SINGER	TC	YUASA	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2567 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

หมายเหตุ \* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

### Anti-Corruption Progress Indicator 2024

**ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC**

ACE	B52	EVER	IP	M-CHAI	PRI	SFT	SOLAR	TQM	WP
ALT	BKIH	FLOYD	IT	MEDEZE	PRIME	SHR	SONIC	UOBKH	
AMARIN	BPS	GFC	J	MJD	PROEN	SINGER	SUPER	UREKA	
AMC	CHASE	GREEN	JDF	MOSHI	PROUD	SINO	TBN	VL	
ANI	CHG	HL	KJL	NEX	PTC	SJWD	TM	VNG	
APCO	DITTO	HUMAN	LDC	NTSC	S	SKE	TPAC	WELL	
ASAP	ECL	IHL	LIT	PLE	SCAP	SNNP	TPP	WIN	

**ได้รับการรับรอง CAC**

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

**N/A**

3K-BAT	BDMS	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
A	BEAUTY	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
AAV	BEM	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACC	BH	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
ACG	BIG	CSP	GRORBIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AEONTS	BIOTEC	CSR	GVREIT	LHPF	NNCL	QHPP	SKY	TFIF	UAC
AFC	BIZ	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AGE	BJC	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQU
AHC	BJCHI	CTW	HPF	LPF	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMCG	BKD	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AIMIRT	BKKCP	DCON	HUMAN	LST	NV	ROCK	SO	THE	URBNPF
AIT	BLISS	DDD	HYDROGEN	LUXF	NVD	ROH	SOLAR	THG	UTP
AJA	BOFFICE	DIF	IFEC	MACO	NYT	ROJNA	SPCG	THL	UVAN
AKR	BR	DREIT	IMPACT	MANRIN	OHTL	RPC	SPG	TIF1	VARO
ALLA	BROCK	DTCENT	INETREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VPO
ALLY	BRRGIF	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VRANDA
ALUCON	BTNC	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPP	WAVE
AMARIN	BTSIGF	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WFX
AMATAR	BUI	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WGE
AMR	B-WORK	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTR	TNPF	WHABT
ANAN	CCET	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHAIR
AOT	CCP	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STECON	TPBI	WHART
APCO	CGD	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TPIPL	WORK
APEX	CH	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	WORLD
APURE	CHARAN	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	
AQ	CHAYO	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	
ASAP	CITY	FN	KC	MULF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	
ASEFA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIA	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
ASIMAR	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
AURA	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
B52	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFCO	SYNEX	TSR	
BA	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BAREIT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	
BCT	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT	

Source : Thai Institute of Directors

**คำชี้แจง** ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 20 พฤศจิกายน 2567 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC