

MUKDAHAN INTERNATIONAL HOSPITAL

THAILAND / HEALTH CARE SERVICES

HANN TB

โรงพยาบาลเอกชนชั้นนำของภาคอีสานกลาง

TARGET PRICE
IPO PRICE

THB1.20
THB0.70

- HANN ดำเนินงานโรงพยาบาลเอกชน 3 แห่งในจังหวัดมุกดาหารและยโสธร จะมีปริมาณคนไข้เติบโตจากการเน้นกลุ่มลูกค้าต่างชาติ และโครงการอาคารใหม่
- คาดการณ์กำไรสุทธิช่วง 3 ปีข้างหน้า เติบโต 28% CAGR (ปี 2025-2027)
- ประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 1.20 บาท อิง DCF

โรงพยาบาลเอกชนชั้นนำในจังหวัดมุกดาหารและยโสธร

บริษัท โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) (HANN) ดำเนินงานสถานพยาบาลเอกชน 3 แห่ง มีจำนวนเตียงจดทะเบียนรวม 148 เตียง ได้แก่ 1) โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล จำนวน 59 เตียง เป็นโรงพยาบาลเอกชนแห่งแรกในจังหวัดมุกดาหาร 2) โรงพยาบาลรวมแพทย์ยโสธร จำนวน 59 เตียง และ 3) โรงพยาบาลนายแพทย์หาญ จำนวน 30 เตียง ให้บริการครอบคลุมกว่า 16 ศูนย์การแพทย์และคลินิก โดยทีมงานฝ่ายบริหารที่มีประสบการณ์กว่า 30 ปี กลุ่มลูกค้าหลักของบริษัท แบ่งเป็น กลุ่มลูกค้าทั่วไป และกลุ่มลูกค้าตามโครงการสวัสดิการภาครัฐ

เพิ่มปริมาณคนไข้จากการมุ่งเน้นกลุ่มลูกค้าต่างชาติ และอาคารใหม่

HANN มีจุดแข็งด้านทำเลที่ตั้งของโรงพยาบาล สร้างโอกาสการขยายธุรกิจในกลุ่มลูกค้าต่างชาติ ทั้งประเทศลาว และกัมพูชา รวมถึงจังหวัดใกล้เคียง โดยจะเน้นการทำตลาดเชิงรุก นอกจากนี้ การเพิ่มจำนวนเตียงฟอกไตรวมในปี 2025-2026 รวมถึงโครงการก่อสร้างอาคารใหม่ที่โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล คาดแล้วเสร็จ 1Q28 และโรงพยาบาลนายแพทย์หาญ คาดแล้วเสร็จ 4Q26 จะหนุนปริมาณคนไข้เพิ่มขึ้น และสอดคล้องกับ Mega trends ด้านสุขภาพ

คาดการณ์กำไรสุทธิช่วง 3 ปีข้างหน้า เติบโต 28% CAGR (ปี 2025-2027)

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2025-2027 เติบโต 47%/20%/19% ตามลำดับ รายได้จากกิจการโรงพยาบาลในระหว่าง 3 ปีข้างหน้า จะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 8% CAGR (ปี 2025-2027) แนวโน้มการขยายตัวของสัดส่วนการให้บริการคนไข้ชาวต่างชาติ การรักษาโรคซับซ้อนซึ่งให้อัตรากำไรขั้นต้นสูง การประหยัดต่อขนาดค่าใช้จ่ายดำเนินงานจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจะขับเคลื่อน EBITDA margin ขยายตัวมาอยู่ที่ระดับ 15.6-17.4% ในปี 2025-2027

ประเมินมูลค่าเหมาะสม 1.20 บาท อิงวิธี DCF

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ HANN ด้วยวิธี DCF ที่ราคา 1.20 บาทต่อหุ้น อิง WACC 9.9% และ LTG 2.0% คิดเป็น 2025E Implied P/E 21.6 เท่า หรือ +0.5SD ของค่าเฉลี่ยการซื้อขายหุ้นบริษัทประกอบธุรกิจโรงพยาบาลในต่างจังหวัด จำนวน 5 ราย ได้แก่ AHC, EKH, RJH, RPH และ WPH เรามองว่า HANN สมควรซื้อขายที่ระดับสูงกว่ากับค่าเฉลี่ยกลุ่ม จากประมาณการกำไรสุทธิของบริษัท ที่คาดว่าจะเติบโตโดดเด่น

KEY STOCK DATA

YE Mar (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	493	524	578	626
Net profit	21	31	37	44
EPS (THB)	0.05	0.06	0.07	0.08
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	71	82	94	109
Recurring net profit	21	31	37	44
Core EPS (THB)	0.05	0.06	0.07	0.08
EPS growth (%)	(26.1)	4.0	20.4	18.7
Core P/E (x)	13.1	12.6	10.5	8.8
Dividend yield (%)	0.5	3.7	3.8	4.5
EV/EBITDA (x)	4.9	4.5	3.9	3.2
Price/book (x)	1.5	1.3	1.2	1.1
Net debt/Equity (%)	36.4	(7.4)	(8.4)	(11.5)
ROE (%)	11.7	12.7	12.0	13.2

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

HANN's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	400 ล้านหุ้น
Share offering	160 ล้านหุ้น คิดเป็น 28.57% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) โครงการก่อสร้างอาคาร 3 ชั้น ของโรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล 2) โครงการก่อสร้างอาคารใหม่ของโรงพยาบาลนายแพทย์หาญ 3) เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน
Financial advisor	Capital One Partners
Lead Underwriter	Globex Securities

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED JOIN AS A CO-UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF MUKDAHAN INTERNATIONAL HOSPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF HANN BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY CAPITAL ONE PARTNERS



Vatcharut Vacharawongsith

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 018301
vatcharut.v@fssia.com, +66 2646 9969

สารบัญ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ	3
ผลการดำเนินงานในอดีต	7
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ	9
ประเมินมูลค่าเหมาะสม	14
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล	15
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....	16

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) หรือ “HANN” ให้บริการครอบคลุมการรักษาโรคเฉพาะทางที่หลากหลาย โดยดำเนินงานโรงพยาบาลเอกชนทั้งหมด 3 แห่ง บริษัทก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 30 มกราคม 1995 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มแรก 1.0 ล้านบาท มีผู้ถือหุ้นหลัก ได้แก่ นพ. ชาญ สุจินทบุตร และนางประภาศรี สุจินทบุตร เพื่อประกอบกิจการสถานพยาบาลภายใต้ชื่อ โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล เป็นโรงพยาบาลเอกชนแห่งแรกในจังหวัดมุกดาหาร ทั้งนี้ HANN ถือหุ้นบริษัท โรงพยาบาลนายแพทย์หาญ จำกัด (“HH”) ในสัดส่วน 100% ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้ว เพื่อประกอบกิจการสถานพยาบาล 2 แห่งภายใต้ชื่อ โรงพยาบาลนายแพทย์หาญ และโรงพยาบาลรวมแพทย์โสธร ซึ่งเป็นโรงพยาบาลเอกชนเพียง 2 แห่งในจังหวัดยโสธร

ปัจจุบัน HANN มีจำนวนเตียงจดทะเบียนรวมทั้งหมด 148 เตียง ประกอบด้วยจำนวนเตียงจดทะเบียนและเปิดให้บริการของ โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล จำนวน 59 เตียง โรงพยาบาลรวมแพทย์โสธร จำนวน 59 เตียง และโรงพยาบาลนายแพทย์หาญ จำนวน 30 เตียง

เมื่อวันที่ 10 พฤษภาคม 2024 โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล และโรงพยาบาลรวมแพทย์โสธร ได้ปรับลดจำนวนเตียงจดทะเบียนจาก 60 เตียง เหลือ 59 เตียงต่อแห่ง เพื่อให้สอดคล้องกับข้อกำหนดตาม พ.ร.บ.ส่งเสริมและรักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ พ.ศ. 2535 ซึ่งกำหนดให้สถานพยาบาลที่มีจำนวนเตียงตั้งแต่ 60 เตียงขึ้นไป ต้องจัดทำรายงานการวิเคราะห์ผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) และเสนอขอความเห็นชอบจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ก่อนก่อสร้างหรือดำเนินกิจการ บริษัทตระหนักถึงข้อจำกัดตามข้อกำหนดดังกล่าว จึงได้ศึกษาความเป็นไปได้ แนวทาง และข้อจำกัดหากในอนาคตมีความจำเป็นจะต้องขยายจำนวนเตียงจดทะเบียนมากกว่า 59 เตียง โดยเชื่อว่าจะสามารถยื่นคำขอจัดทำรายงาน EIA ได้อย่างถูกต้อง

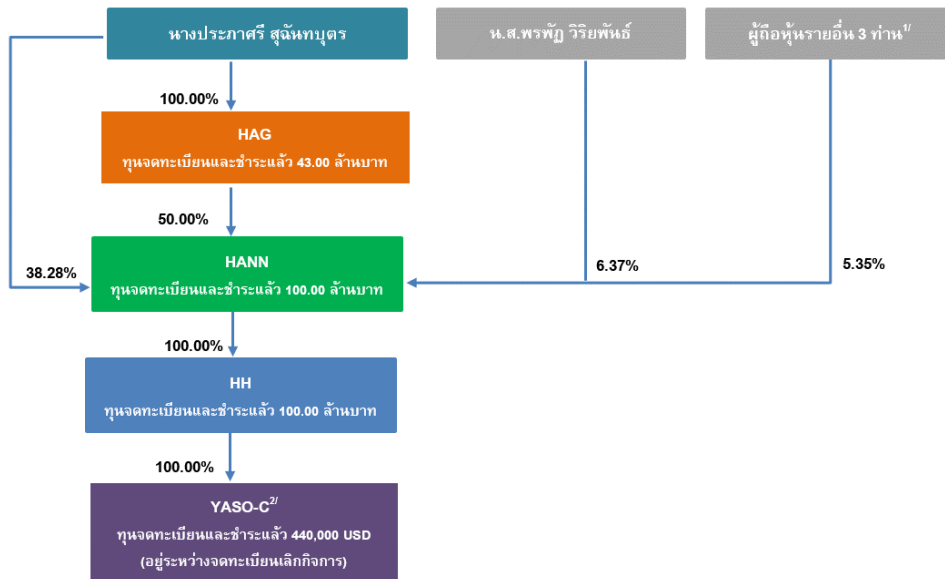
HANN ให้บริการครอบคลุมกว่า 16 ศูนย์การแพทย์และคลินิก โดยทีมงานฝ่ายบริหารที่มีประสบการณ์กว่า 30 ปี พร้อมทั้งทีมสหวิชาชีพที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะทางในการให้บริการ เพื่อให้มั่นใจถึงความปลอดภัย และคุณภาพการให้บริการ และสร้างประสบการณ์ใหม่ ๆ ให้แก่ผู้รับบริการ HAAN มุ่งมั่นพัฒนาคุณภาพการให้บริการทางการแพทย์ และศักยภาพบุคลากรทางการแพทย์อย่างต่อเนื่อง โดยมีแพทย์ที่ชำนาญในการรักษาโรคซับซ้อน อาทิ การผ่าตัดมะเร็ง การผ่าตัดแผลเรื้อรัง การผ่าตัดนิ้วในถุงน้ำดีด้วยกล้อง เป็นต้น และได้รับการขึ้นทะเบียนเป็นหน่วยบริการทุติยภูมิที่ให้บริการรับส่งต่อผู้ป่วยจากหน่วยบริการในพื้นที่จังหวัดยโสธรและสถานพยาบาลในจังหวัดใกล้เคียงตามกลุ่ม สปสช.เขต 10 (มุกดาหาร ยโสธร ศรีสะเกษ อำนาจเจริญ อุบลราชธานี)

กลุ่มลูกค้าหลักของบริษัท แบ่งเป็น (1) กลุ่มลูกค้าทั่วไป ได้แก่ กลุ่มลูกค้าเงินสด กลุ่มลูกค้าคู่สัญญาบริษัทประกัน กลุ่มลูกค้าคู่สัญญาบริษัทเอกชน (2) กลุ่มลูกค้าตามโครงการสวัสดิการภาครัฐ ได้แก่ กลุ่มลูกค้าตามโครงการของสำนักงานหลักประกันสุขภาพแห่งชาติ (“สปสช.”) กลุ่มลูกค้าโครงการสวัสดิการข้าราชการภายใต้กรมบัญชีกลาง กลุ่มลูกค้าตามโครงการประกันสังคม และองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น

โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล ตั้งอยู่ที่อำเภอเมือง จังหวัดมุกดาหาร ใกล้สะพานมิตรภาพไทย-ลาวแห่งที่ 2 ประมาณ 8 กิโลเมตร เน้นกลุ่มลูกค้าทั่วไป กลุ่มลูกค้าจากประเทศลาวซึ่งอยู่ใกล้แขวงสะหวันนะเขต ที่เป็นเมืองเศรษฐกิจสำคัญ รวมถึงลูกค้าตามโครงการสวัสดิการภาครัฐในการให้บริการผ่าตัดทำเส้นเลือกสำหรับฟอกไต ประเภทเส้นฟอกเลือดที่แขนชนิดเส้นเลือดจริง (AVF) และเส้นฟอกเลือดที่แขนชนิดเส้นเลือดเทียม (AVG) รวมถึงการให้บริการฟอกไตด้วยเครื่องไตเทียมซึ่ง ณ วันที่ 31 มีนาคม 2025 มีจำนวนเตียงฟอกไตให้บริการ 16 เตียง

โรงพยาบาลนายแพทย์หาญ และโรงพยาบาลรวมแพทย์โสธร ตั้งอยู่ที่อำเภอเมือง จังหวัดยโสธร ซึ่งโรงพยาบาลทั้งสองแห่ง ตั้งอยู่ห่างกันประมาณ 1 กิโลเมตร เน้นกลุ่มลูกค้าทั่วไป กลุ่มลูกค้าจากประเทศกัมพูชาผ่านการทำการตลาดผ่านตัวแทน ลูกค้าโครงการสวัสดิการภาครัฐในการให้บริการผ่าตัดทำเส้นเลือดสำหรับฟอกไต ประเภท AVF และ AVG รวมถึงการฟอกไตด้วยเครื่องไตเทียม ซึ่ง ณ วันที่ 31 มีนาคม 2025 มีจำนวนเตียงฟอกไตให้บริการ 15 เตียง และการให้บริการรักษาขั้นพื้นฐานทางการแพทย์ตามที่ สปสช.กำหนด

Exhibit 1: Company structure



หมายเหตุ: ^{1/} ผู้ถือหุ้นรายอื่น 3 ท่าน ประกอบด้วย นางกลางพาว ชีรณาวณิช (บุตรของนางประภาศรี สุนันทบุตร) นางกัญญารัตน์ อินทร์แก้ว (พี่น้องของนางประภาศรี สุนันทบุตร) และนายพรเทพ วิริยพันธ์ (พี่น้องของนางประภาศรี สุนันทบุตร) ถือหุ้นสัดส่วนร้อยละ 2.21 ร้อยละ 1.57 และร้อยละ 1.57 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้ว ตามลำดับ

Source: HANN's filing

โครงสร้างธุรกิจ

HANN ประกอบธุรกิจให้บริการทางการแพทย์ภายใต้โรงพยาบาลที่มีความพร้อมทั้งด้านการรักษาและการให้บริการทางด้านสุขภาพที่มีมาตรฐานมานานกว่า 30 ปี ปัจจุบัน โรงพยาบาลที่อยู่ภายใต้การดำเนินงาน มีจำนวน 3 แห่ง

1. โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล เป็นโรงพยาบาลเอกชนทั่วไปขนาดกลาง ตั้งอยู่ที่ถนนมุกดาหาร-ดอนตาล ตำบลศรีบุญเรือง อำเภอเมือง จังหวัดมุกดาหาร มีจำนวนเตียงจดทะเบียนทั้งหมด 59 เตียง และมีห้องสำหรับการให้บริการ อาทิ ห้องตรวจรักษาผู้ป่วย 7 ห้อง ห้องผ่าตัดใหญ่ 1 ห้อง ห้องผ่าตัดเล็ก 1 ห้อง ห้องรอกคลอด 1 ห้อง ห้องคลอด 1 ห้อง และห้องทำหัตถการ 2 ห้อง รวมถึงจำนวนเครื่องฟอกไต 16 เครื่อง และ ณ วันที่ 31 มีนาคม 2025 มีจำนวนแพทย์ทั้งหมด 52 คน ห้องพักรักษาผู้ป่วยในของโรงพยาบาลเป็นแบบห้องเดี่ยวจำนวน 48 ห้อง ห้องพักรักษาผู้ป่วยแบบ 2 เตียง จำนวน 3 ห้อง (จำนวน 6 เตียง) และห้องพักรักษาผู้ป่วยวิกฤต (ICU) จำนวน 1 ห้อง (จำนวน 5 เตียง)

2. โรงพยาบาลรวมแพทย์โสธร เป็นโรงพยาบาลทั่วไปขนาดกลาง ตั้งอยู่ที่ถนนมณคลบูรพา ตำบลในเมือง อำเภอเมือง จังหวัดยโสธร มีจำนวนเตียงจดทะเบียนทั้งหมด 59 เตียง และมีห้องสำหรับการให้บริการ อาทิ ห้องตรวจรักษาผู้ป่วยจำนวน 5 ห้อง ห้องผ่าตัดใหญ่ 2 ห้อง ห้องคลอด 1 ห้อง ห้องรอกคลอด 1 ห้อง รวมถึงจำนวนเครื่องฟอกไต 15 เครื่อง และ ณ วันที่ 31 มีนาคม 2025 มีจำนวนแพทย์ทั้งหมด 37 คน ห้องพักรักษาผู้ป่วยในของโรงพยาบาลเป็นแบบห้องเดี่ยวจำนวน 24 ห้อง ห้องพักรักษาผู้ป่วยแบบรวมพิเศษ 1 จำนวน 1 ห้อง (จำนวน 10 เตียง) และห้องพักรักษาผู้ป่วยแบบรวมพิเศษ 2 จำนวน 1 ห้อง (จำนวน 14 เตียง) และห้องพักรักษาผู้ป่วยแบบรวมพิเศษ 3 (จำนวน 11 เตียง)

3. โรงพยาบาลนายแพทย์หาญ เคยดำเนินกิจการโรงพยาบาลทั่วไปขนาดกลาง 50 เตียง ตั้งอยู่ที่ถนนวิริยะธารณ์ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง จังหวัดยโสธร ภายหลังในวันที่ 14 กันยายน 2022 มีการย้ายมาให้บริการชั่วคราวที่โรงพยาบาลรวมแพทย์โสธร เนื่องจากโรงพยาบาลนายแพทย์หาญจะมีการรื้อถอนอาคาร 3 ชั้น และอยู่ระหว่างการก่อสร้างโรงพยาบาลหลังใหม่ เพื่อรองรับการให้บริการด้านการแพทย์ที่ครอบคลุม อย่างไรก็ตาม โรงพยาบาลนายแพทย์หาญยังคงเปิดให้บริการศูนย์สุขภาพชุมชน (PCU) เพื่อรักษาผู้ป่วยนอกตามวันเวลาที่ผู้ป่วยนัดมาเข้ารับบริการ

ทั้งนี้ เมื่อวันที่ 30 ตุลาคม 2024 โรงพยาบาลนายแพทย์หาญได้เปิดให้บริการอีกครั้ง โดยมีขนาด 30 เตียง และได้ทำการย้ายบุคลากรทางการแพทย์จากโรงพยาบาลรวมแพทย์กลับมายังโรงพยาบาลนายแพทย์หาญ สำหรับแพทย์ได้ทำการย้ายแพทย์ประจำ 2 คน มาขึ้นเวรประจำโรงพยาบาลนายแพทย์หาญ และแพทย์นอกเวลาจะใช้แนวทางการหมุนเวียนขึ้นเวรแพทย์ระหว่างโรงพยาบาลรวมแพทย์และโรงพยาบาลนายแพทย์หาญ ห้องพักรักษาผู้ป่วยในของโรงพยาบาลเป็นแบบห้องเดี่ยวจำนวน 9 ห้อง ห้องพักรักษาผู้ป่วยแบบรวมพิเศษชาย จำนวน 1 ห้อง (จำนวน 7 เตียง) และห้องพักรักษาผู้ป่วยแบบรวมพิเศษหญิง จำนวน 1 ห้อง (จำนวน 12 เตียง) และห้องพักรักษาผู้ป่วยแบบ 2 เตียง จำนวน 1 ห้อง (จำนวน 2 เตียง)

ทั้งนี้ HANN มีแผนจะนำเงินที่ได้รับจาก IPO ในครั้งนี้ เพื่อนำมาก่อสร้างอาคารใหม่ 3 ชั้น โดยจะย้ายจำนวนเตียงจดทะเบียน 6 เตียง จากตึก IPD เดิม มาที่ชั้น 3 ของอาคารใหม่ 3 ชั้น และปรับเปลี่ยนห้องพักรักษาผู้ป่วยในอาคารเดิมเป็นห้องสังเกตการณ์ผู้ป่วย นอกจากนี้ ยังมีแผนเพิ่มบุคลากรทางการแพทย์เฉพาะทางด้านสาขาต่าง ๆ เพื่อรองรับการให้บริการอย่างมีประสิทธิภาพ

ขอบเขตการให้บริการทางการแพทย์ของ HANN แบ่งออกเป็น 16 กลุ่ม ได้แก่ อายุรกรรมโรคไต อายุรกรรมทั่วไป ศัลยกรรมทั่วไป สูติ-นรีเวชกรรม กุมารเวชกรรม ศัลยกรรมทางเดินระบบปัสสาวะ งานอุบัติเหตุฉุกเฉิน หัวใจและหลอดเลือด ศูนย์ตรวจสุขภาพ ศูนย์สลายนิ่ว ศูนย์ไตเทียม เกสกรรม-ห้องยา เกสกรรม-คลังยาและเวชภัณฑ์ ห้องปฏิบัติการ รังสีวินิจฉัย และกายภาพบำบัด

Exhibit 2: Mukdahan International Hospital



Source: HANN's filing

Exhibit 3: Ruampat Yasothon Hospital



Source: HANN's filing

Exhibit 4: Dr. Hann Hospital in Yasothon



Source: HANN's filing

Exhibit 5: Dr. Hann Hospital's primary care unit



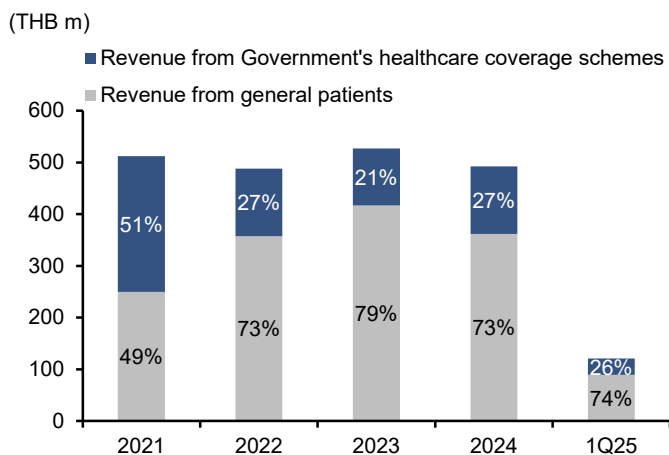
Source: HANN's filing

โครงสร้างรายได้

ในช่วงปี 2022-2024 และ 1Q25 ที่ผ่านมา โครงสร้างรายได้จากกิจการโรงพยาบาลของ HAAN สามารถแบ่งได้ดังนี้

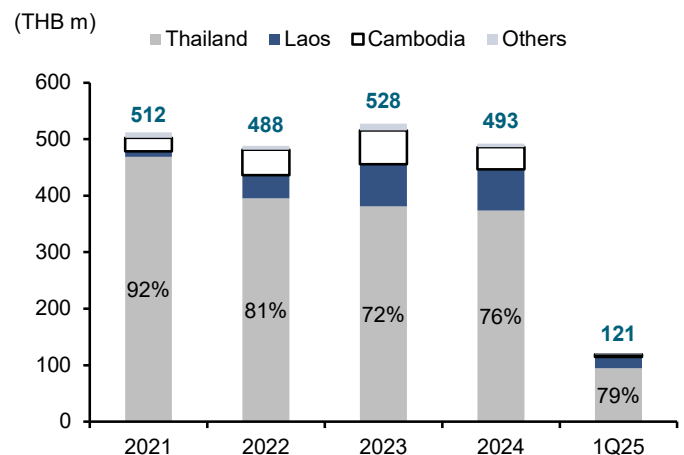
- 1) จำแนกตามประเภทกลุ่มลูกค้า จะมาจากกลุ่มลูกค้าทั่วไปเป็นหลัก สัดส่วน 73%, 79%, 73% และ 74% ตามลำดับ โดยกลุ่มลูกค้าทั่วไปประกอบด้วย ลูกค้าเงินสด บริษัทประกันภัย และ คู่สัญญาบริษัทเอกชน ขณะที่รายได้จากกลุ่มลูกค้าโครงการสวัสดิการภาครัฐ มีสัดส่วน 27%, 21%, 27% และ 26% ตามลำดับ ประกอบด้วย ลูกค้าโครงการ สปสช. โครงการสิทธิกรมบัญชีกลาง สิทธิองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น สิทธิประกันสังคม และสิทธิเบิกฉุกเฉิน (UCEP)
- 2) จำแนกตามประเทศของลูกค้า จะมาจากกลุ่มลูกค้าประเทศไทยเป็นหลัก สัดส่วน 81%, 72%, 76% และ 79% ตามลำดับ กลุ่มลูกค้าจากประเทศลาว 8%, 14%, 15% และ 16% ตามลำดับ กลุ่มลูกค้าจากประเทศกัมพูชา 9%, 11%, 8% และ 4% ตามลำดับ และกลุ่มลูกค้าจากประเทศอื่นๆ 1%, 2%, 1% และ 1% ตามลำดับ

Exhibit 6: Revenue breakdown by payors (THB m)



Sources: HANN's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 7: Revenue breakdown by nationalities (THB m)



Sources: HANN's filing, FSSIA's compilation

ผลการดำเนินงานในอดีต

ผลประกอบการปี 2022 ของ HANN มีขาดทุนสุทธิ 3 ล้านบาท จากผลของการควบรวมกิจการในกลุ่มบริษัท เมื่อวันที่ 22 ธันวาคม 2022 ส่งผลให้กำไรสุทธิของบริษัทย่อยถือเป็นส่วนได้เสียไม่มีอำนาจควบคุมในส่วนของการกำไรสุทธิ จำนวน 22 ล้านบาท แต่หากพิจารณากำไรหลังภาษี 20 ล้านบาท (-75% Y-Y) สาเหตุจากรายได้กิจการโรงพยาบาลลดลง 5% Y-Y เป็น 488 ล้านบาท ตามสถานการณ์การแพร่ระบาด COVID-19 ลดลงจากการที่รัฐบาลสามารถ ขณะที่ต้นทุนกิจการโรงพยาบาล และค่าใช้จ่ายในการบริหารปรับตัวเพิ่มขึ้น จึงมีอัตรากำไรขั้นต้น 33.4% (-984bps Y-Y) และ EBITDA margin 14.7% (-1,451bps Y-Y)

ในปี 2023 บริษัทพลิกกลับมามีกำไรสุทธิ 28 ล้านบาท บังคับจ่ายหนี้จากรายได้กิจการโรงพยาบาลเติบโต 8% Y-Y เป็น 527 ล้านบาท ตามการเพิ่มขึ้นของรายได้จากกลุ่มลูกค้าเงินสดและกลุ่มลูกค้าบริษัทประกัน จึงมีอัตรากำไรขั้นต้น 29.8% (+487bps Y-Y) แม้ค่าใช้จ่ายการขายและบริหารยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากค่าใช้จ่ายปรับปรุงผังโครงสร้างองค์กร และค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง สำหรับเตรียมความพร้อมเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงค่าใช้จ่ายจากการหยุดดำเนินธุรกิจคลินิกในประเทศกัมพูชา แต่ EBITDA margin ยังเพิ่มขึ้นเป็น 17.4% (+276bps Y-Y)

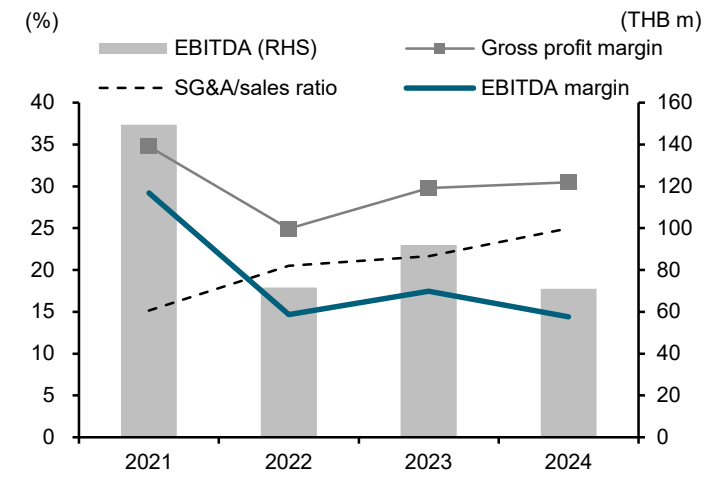
สำหรับปี 2024 บริษัทมีกำไรสุทธิ 21 ล้านบาท (-24% Y-Y) สาเหตุหลักจากรายได้รวมกิจการโรงพยาบาลลดลง 7% Y-Y เป็น 493 ล้านบาท ตามการหยุดให้บริการคลินิกที่ประเทศกัมพูชา และการลดลงของจำนวนคนไข้กลุ่มลูกค้าเงินสดทั้งของไทยและกัมพูชา ส่งผลให้รายได้กลุ่มลูกค้าทั่วไป (สัดส่วน 73% ของรายได้) ในกลุ่มลูกค้าเงินสดลดลง (-13% Y-Y) ขณะที่รายได้จากโครงการสวัสดิการภาครัฐบาล (สัดส่วน 27% ของรายได้) เติบโต 18% Y-Y จากรายได้สิทธิโครงการ สปสช. และโครงการกรมบัญชีกลาง ที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะผู้ป่วยในจากโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง แม้อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 30.5% (+67bps Y-Y) แต่อัตรา SG&A/sales ขยายตัวเป็น 25.0% (+336bps Y-Y) จากรายได้ที่ลดลง แต่ค่าใช้จ่ายการขายคงที่จากปีก่อน และค่าใช้จ่ายบริหารที่สูงขึ้นตามการปรับค่าใช้จ่ายพนักงาน และค่าบริหารงานคุณภาพโรงพยาบาล กดดัน EBITDA margin เป็น 14.4% (-304bps Y-Y)

ใน 1Q25 HANN มีกำไรสุทธิเติบโตก้าวกระโดดเป็น 20 ล้านบาท (+920% Y-Y, +331% Q-Q) สาเหตุหลักจากการที่บริษัทได้ปิดกิจการคลินิกในประเทศกัมพูชาเสร็จสิ้นในเดือนมีนาคม 2025 ส่งผลให้มีกำไรจากผลต่างการแปลงค่างบการเงินจากการปิดกิจการ และมีรายได้ภาษีเงินได้ในไตรมาสนี้ 8 ล้านบาท จากการใช้ผลขาดทุนสุทธิทางภาษีได้ ส่วนการดำเนินธุรกิจหลักนั้น ได้รับบังคับจ่ายหนี้จากอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น และค่าใช้จ่ายบริหารที่ลดลง โดยมีรายได้กิจการโรงพยาบาล 121 ล้านบาท (+4% Y-Y, ทรงตัว Q-Q) อัตรากำไรขั้นต้น 31.2% (+392bps Y-Y, +5bps Q-Q) อัตรา SG&A/sales 23.4% (-134bps Y-Y, -316bps Q-Q) และ EBITDA margin 16.7% (+489bps Y-Y, +246bps Q-Q)

อัตราส่วนทางการเงิน

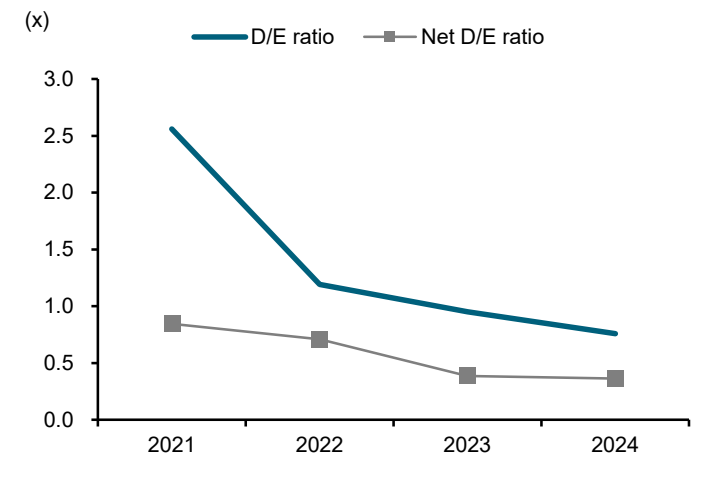
สำหรับด้านอัตราส่วนทางการเงินปี 2022-2024 และ 1Q25 บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) เท่ากับ 1.2 เท่า, 1.0 เท่า, 0.8 เท่า และ 0.6 เท่า ตามลำดับ สอดคล้องกับอัตราหนี้สินสุทธิต่อผู้ถือหุ้น (Net D/E ratio) อยู่ที่ 0.7 เท่า, 0.4 เท่า, 0.4 เท่า และ 0.2 เท่า ตามลำดับ โดยหลักจากการลดลงของเงินกู้ระยะยาว ด้านผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ปี 2023-2024 เท่ากับ 8.0% และ 6.3% ตามลำดับ และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อยู่ที่ 16.6% และ 11.7% ตามลำดับ

Exhibit 8: EBITDA and margins



Sources: HANN's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 9: D/E ratio and net D/E raio



Sources: HANN's filing, FSSIA's compilation

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลกระทบประกอบการ

ธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนยังมีแนวโน้มขาขึ้น

ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์ คาดการณ์ว่าธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนของไทยในปี 2025 มีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง จากกลุ่มผู้ป่วยชาวต่างชาติที่ขยายตัวได้ดีและกลุ่มผู้ป่วยชาวไทยที่มีแนวโน้มเติบโตปานกลาง อีกทั้ง ยังได้รับแรงสนับสนุนจาก Mega trends ด้านสุขภาพ โดยรายได้ธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนของไทยคาดว่าจะเติบโต 5.6% Y-Y จากรายได้กลุ่มคนไข้ชาวต่างชาติที่มีแนวโน้มขยายตัวสูงขึ้นที่ 7.6% Y-Y หลังจากปี 2024 ได้รับผลกระทบจากนักท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ของคูเวตจากการเปลี่ยนนโยบายการส่งผู้ป่วยไปรักษาต่างประเทศของรัฐบาล อีกทั้งประเทศไทยยังเป็นจุดหมายปลายทางยอดนิยมสำหรับนักท่องเที่ยวเชิงการแพทย์จากทั่วโลก ส่วนรายได้จากกลุ่มคนไข้ชาวไทยคาดว่าจะเติบโตปานกลางที่ 5.2% Y-Y ชะลอตัวลงเล็กน้อยจากปี 2024 จากผลกระทบทางเศรษฐกิจไทยที่เติบโตในอัตราที่ลดลงตามภาวะเศรษฐกิจโลก และส่งผลต่อเนื่องมายังกำลังซื้อและการใช้จ่ายด้านสุขภาพของชาวไทย อย่างไรก็ตาม แนวโน้มการจ่ายเงินคงที่สำหรับกลุ่มโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูงของสำนักงานประกันสังคม และการทำประกันสุขภาพที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นปัจจัยที่จะเข้ามาช่วยเสริมการเติบโตของรายได้จากผู้ป่วยชาวไทย

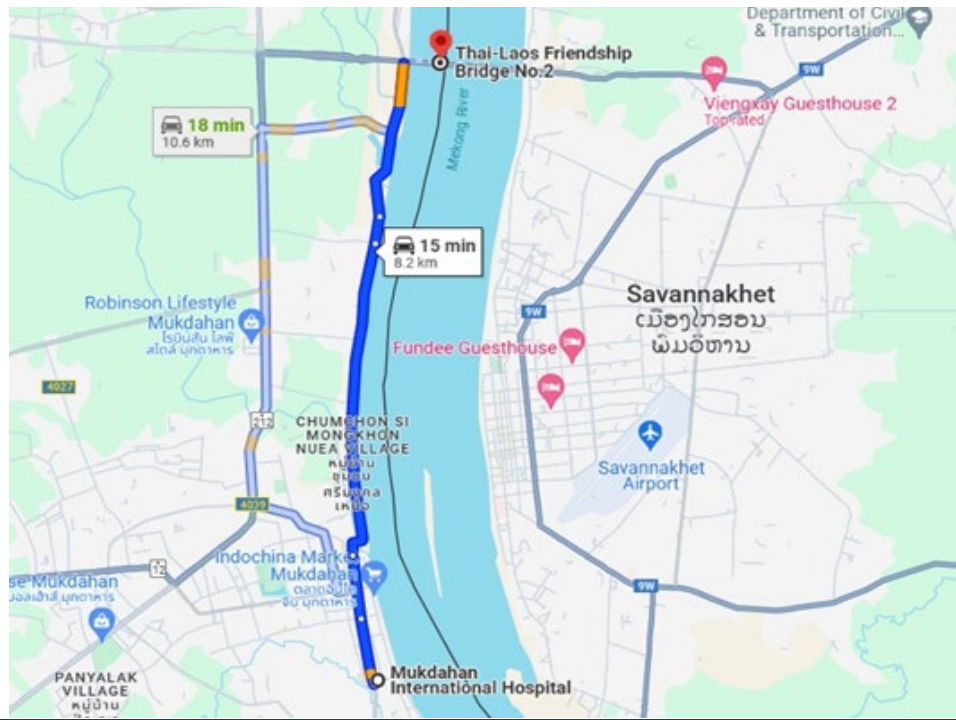
นอกจากนี้ Mega trends ด้านสุขภาพจะช่วยส่งเสริมการเติบโตของธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ประกอบด้วย

- 1) การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุโดยสมบูรณ์ (Aged society) ของประเทศไทย ในปี 2024 จากสัดส่วนประชากรอายุ 65 ปีขึ้นไป เท่ากับ 14% ของประชากรทั้งหมดและคาดว่าในปี 2033 จะเป็นปีที่ไทยก้าวเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุระดับสุดยอด (Super-aged society) จากสัดส่วนประชากรอายุ 65 ปีขึ้นไป อยู่ที่ 20%
- 2) การเติบโตของคนชั้นกลางและกำลังซื้อที่สูงขึ้น จากสัดส่วนจำนวนครัวเรือนยากจนของไทยที่ปรับลดลงและค่าเฉลี่ยรายได้ชนชั้นกลางที่เพิ่มขึ้น
- 3) แนวโน้มการเป็นโรคไม่ติดต่อเรื้อรังเพิ่มขึ้น (NCDs)
- 4) พฤติกรรมผู้บริโภคมีแนวโน้มใส่ใจสุขภาพมากขึ้นหลังสถานการณ์แพร่ระบาด COVID-19
- 5) การเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของนักท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ จากจุดแข็งของไทยในด้านราคา การบริการ และการเป็นแหล่งท่องเที่ยวระดับโลก

จุดแข็งด้านทำเลที่ตั้ง สร้างโอกาสขยายธุรกิจในกลุ่มลูกค้าต่างชาติและจังหวัดใกล้เคียง

ทำเลที่ตั้งโรงพยาบาลของ HANN อยู่ในจังหวัดมุกดาหาร และยโสธร เป็นจุดยุทธศาสตร์สำคัญที่ส่งเสริมให้บริษัท สามารถขยายกลุ่มเป้าหมายในภาคตะวันออกเฉียงเหนือ และประเทศในแถบกลุ่มแม่น้ำโขงได้ เช่น ลาว และกัมพูชา เป็นต้น ซึ่งทั้งสองประเทศนี้ ต่างยอมรับวิทยาการทางการแพทย์ของประเทศไทยที่มีศักยภาพ บริษัทจึงเป็นทางเลือกในการรับบริการทางการแพทย์ที่มีศักยภาพ โดยทำเลที่ตั้งของโรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล อยู่ห่างจากสะพานมิตรภาพไทย-ลาวแห่งที่ 2 เพียง 8 กิโลเมตร และใช้เวลาเดินทางประมาณ 15 นาที และสำหรับโรงพยาบาลรวมแพทย์ยโสธร และโรงพยาบาลนายแพทย์หาญ แม้จะอยู่ห่างไกลจากด่านข้ามแดนช่องสะง่า จังหวัดศรีสะเกษ ซึ่งเป็นด่านชายแดนของประเทศกัมพูชา แต่ด้วยกลยุทธ์การทำการตลาด การประชาสัมพันธ์ และการสนับสนุนการให้บริการแก่คนไข้ชาวกัมพูชา อาทิ บริการล่ามแปลภาษา บริการรถรับ-ส่งระหว่างด่านชายแดนกับโรงพยาบาล รวมถึงการแต่งตั้งตัวแทนสำหรับพาชาวกัมพูชามารับบริการทางการแพทย์ที่โรงพยาบาลเป็นปัจจัยหนุนการดำเนินงาน และรายได้จากกลุ่มลูกค้าชาวลาวและกัมพูชาอย่างต่อเนื่อง

Exhibit 10: A short distance from Thai-Laos border to HANN's hospital



Source: HANN's filing

โครงการก่อสร้างอาคารใหม่ หนุนการเติบโตในระยะยาว

HANN วางแผนนำเงินทุนที่คาดว่าจะได้รับจาก IPO ไปใช้สำหรับการก่อสร้างในอนาคต จำนวน 2 โครงการ ได้แก่ โครงการก่อสร้างอาคาร 3 ชั้น ที่โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล ซึ่งคาดว่าจะแล้วเสร็จใน 1Q28 และโครงการก่อสร้างอาคาร 3 ชั้น โรงพยาบาลนายแพทย์หาญ คาดแล้วเสร็จ 4Q26 ซึ่งการขยายการให้บริการในอาคารหลังใหม่ จะเป็นปัจจัยหลักขับเคลื่อนการเติบโตของผลประกอบการ ปี 2027-2028 จากการเพิ่มขึ้นของปริมาณคนไข้ทั้งผู้ป่วยนอกและผู้ป่วยใน รวมถึงการปรับเพิ่มรายได้และอัตรากำไรจากการดำเนินงาน ผ่านบริการทางการแพทย์ที่ซับซ้อนขึ้น (Revenue Intensity)

โครงการก่อสร้างอาคาร 3 ชั้น ที่โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล จะสร้างขึ้นบนพื้นที่ติดกับอาคารเดิมของโรงพยาบาล มีวัตถุประสงค์ขยายการให้บริการแผนกผู้ป่วยนอกและผู้ป่วยในเด็ก แผนกห้องผ่าตัดและห้องคลอด และฝ่ายสนับสนุนบริการ ซึ่งอาคารหลังใหม่จะทำให้โรงพยาบาลสามารถเปิดให้บริการแผนกผู้ป่วยเด็กได้ทุกวัน และสามารถเพิ่มจำนวนผู้ป่วยในเด็กได้ สามารถเพิ่มห้องผ่าตัดเพื่อขยายกำลังการให้บริการผ่าตัดรวมถึงรองรับการให้บริการผ่าตัดที่มีราคาสูง รวมถึงรองรับกับการเพิ่มจำนวนเคสผ่าตัดทั่วไปอื่น และเคสผ่าตัดคลอดที่เพิ่มขึ้น

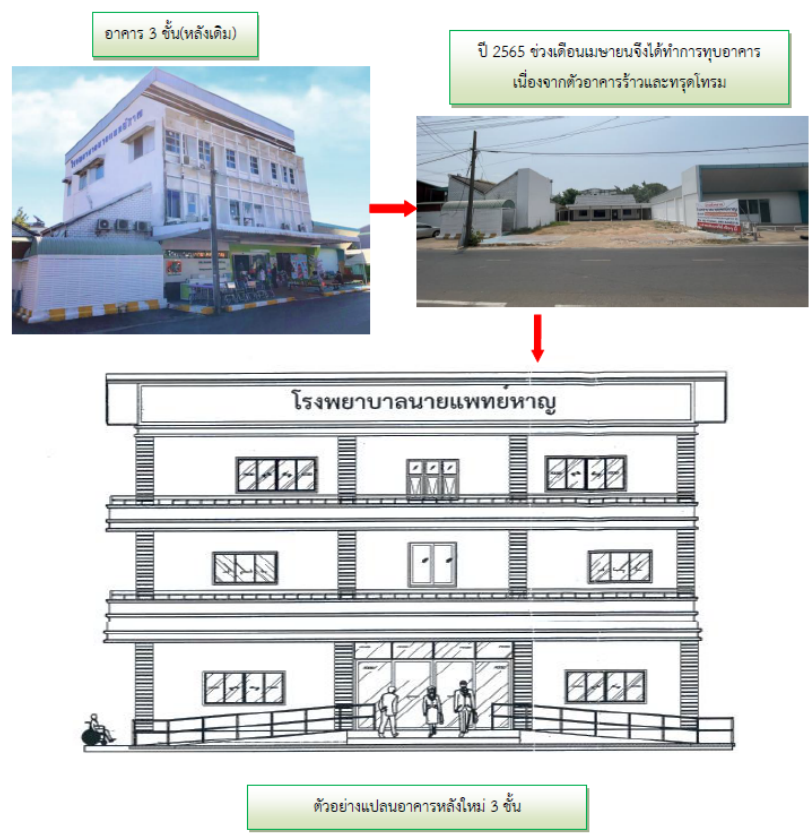
ส่วนโครงการก่อสร้างอาคาร 3 ชั้น ที่โรงพยาบาลนายแพทย์หาญ ปัจจุบันได้รื้อถอนอาคาร 3 ชั้น และอยู่ระหว่างการก่อสร้างโรงพยาบาลหลังใหม่ รวมถึงปรับปรุงสถานที่ภายใน เพื่อรองรับการให้บริการด้านการแพทย์ที่ครอบคลุมอย่างมีประสิทธิภาพ ภายหลังจากการก่อสร้างเสร็จจะมีจำนวนเตียง 30 เตียง เท่ากับจำนวนเตียงปัจจุบัน เน้นให้บริการสาขาอายุรกรรม กุมารเวช อุบัติเหตุฉุกเฉิน และโครงการผ่าตัดต่อกระดูก เน้นกลุ่มลูกค้าเงินสดและประกันชีวิต

Exhibit 11: Rendering of Mukdahan International Hospital’s new building



Source: HANN's filing

Exhibit 12: Construction of a new 3-storey building at Dr. Hann Hospital



Source: HANN's filing

มุ่งเน้นความเชี่ยวชาญ ความคุ้มค่า และการตลาดเพื่อปรับภาพลักษณ์องค์กร

ผู้บริหารบริษัท มีประสบการณ์และมีความเชี่ยวชาญด้านการแพทย์มาอย่างยาวนานกว่า 30 ปี จึงมีความเชี่ยวชาญและเข้าใจธุรกิจเป็นอย่างดี กอปรกับการมีชื่อเสียงและความสัมพันธ์อันดีกับผู้รับบริการ จากความเชี่ยวชาญด้านศาสตร์ของทีมนักบริหาร บริษัทเน้นให้บริการที่ปลอดภัยและมีประสิทธิภาพ ในอัตราค่าบริการที่มีความเหมาะสมและคุ้มค่า โดยคิดอัตราค่าบริการใกล้เคียงกับโรงพยาบาลในพื้นที่ และจังหวัดใกล้เคียง นอกจากนี้ บริษัทยังได้รับการสนับสนุนจากโครงการสวัสดิการด้านสุขภาพของภาครัฐ อาทิ สำนักงานประกันสังคม สำนักงานหลักประกันสุขภาพแห่งชาติ (สปสช.) และกรมบัญชีกลาง HANN จึงเป็นทางเลือกสำหรับผู้ป่วยที่ได้รับสิทธิจากโครงการสวัสดิการด้านสุขภาพภาครัฐที่ต้องการรักษาในโรงพยาบาลเอกชน และผู้ป่วยที่ไม่ได้รับสิทธิดังกล่าวที่ต้องการรับบริการที่มีคุณภาพในอัตราค่าบริการที่เหมาะสม ขณะเดียวกัน บริษัทมีนโยบายทำการตลาดเพื่อเข้าถึงกลุ่มผู้รับบริการให้ครอบคลุมมากขึ้น ผ่านการสร้างความร่วมมือกับหน่วยงานภาครัฐในการลงพื้นที่เพื่อคัดกรองโรค การแต่งตั้งตัวแทนชาวกลุ่มเพื่อขยายตลาดผ่านการแนะนำการใช้บริการ การแต่งตั้งตัวแทนประกันในการแนะนำลูกค้าประกันสุขภาพ และการดูแลคนไข้เก่าอย่างต่อเนื่อง

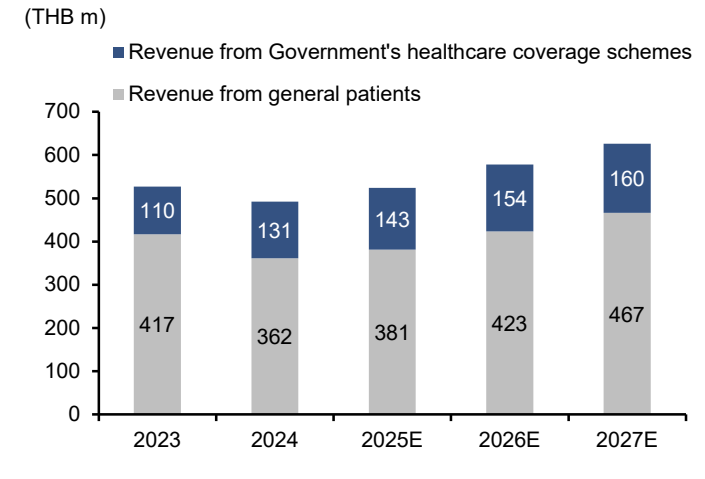
คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2025-2027 เติบโต 47%/20%/19% ตามลำดับ

เราคาดการณ์รายได้จากกิจการโรงพยาบาลในระหว่าง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2025-2027) จะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 8% CAGR (ปี 2025-2027) แบ่งเป็นรายได้จากกลุ่มลูกค้าทั่วไป มีสัดส่วน 73% ของรายได้รวม จะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 9% CAGR (ปี 2025-2027) และรายได้จากโครงการสวัสดิการภาครัฐ มีสัดส่วน 27% ของรายได้รวม จะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 7% CAGR (ปี 2025-2027) การเติบโตจะมาจากปัจจัยหนุน 1) การทำตลาดเชิงรุกในประเทศลาว และกัมพูชา เพื่อเพิ่มจำนวนคนไข้ชาวต่างชาติเข้ามารับบริการ 2) การรักษาโรคซับซ้อนที่มากขึ้น 3) การเพิ่มจำนวนเตียงฟลอกไตรวมจาก 31 เตียง เป็น 39 เตียงในปี 2025 หนุนรายได้จากโครงการสวัสดิการภาครัฐ และ 4) ผลได้จากการเปิดให้บริการอาคาร 3 ชั้น ของโรงพยาบาลนายแพทย์หาญ ที่จะเปิดให้บริการตั้งแต่ 4Q26 เป็นต้นไป

ในระหว่าง 3 ปีข้างหน้า (2025-2027) เราประเมินอัตรากำไรขั้นต้นในระดับ 31.5-32.5% จากแนวโน้มการขยายตัวของสัดส่วนการให้บริการคนไข้ชาวต่างชาติ และการรักษาโรคซับซ้อนซึ่งให้อัตรากำไรขั้นต้นสูง และอัตรา SG&A/sales ลดลงอย่างต่อเนื่องมาอยู่ที่ระดับ 24.2-24.7% ตามการประหยัดต่อขนาดจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น จึงประเมิน EBITDA margin ขยายตัวมาอยู่ที่ระดับ 15.6-17.4% ในปี 2025-2027

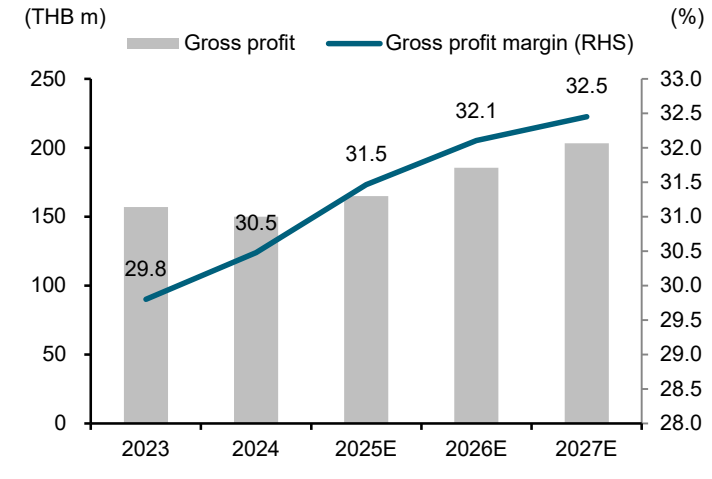
อัตรากำไรสุทธิที่คาดว่าจะเร่งตัวเป็น 5.9-7.1% จะเป็นปัจจัยหนุน ROE ปรับตัวขึ้นเป็น 12.7-13.2% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า (2025-2027) เช่นกัน ส่วนงบดุลจะมีสถานะแข็งแกร่งขึ้น โดยเราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) จะลดลงอย่างต่อเนื่องที่ระดับ 0.4 เท่า, 0.3 เท่า และ 0.3 เท่า ในปี 2025-2027 และมีสถานะเงินสดสุทธิตั้งแต่ปี 2025 เป็นต้นไป

Exhibit 13: Total Revenue (THB m)



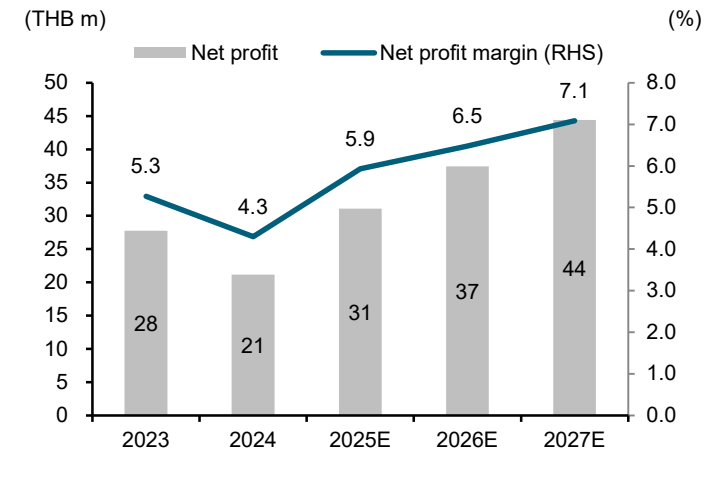
Sources: HANN; FSSIA estimates

Exhibit 14: Gross Profit and Gross Profit Margin



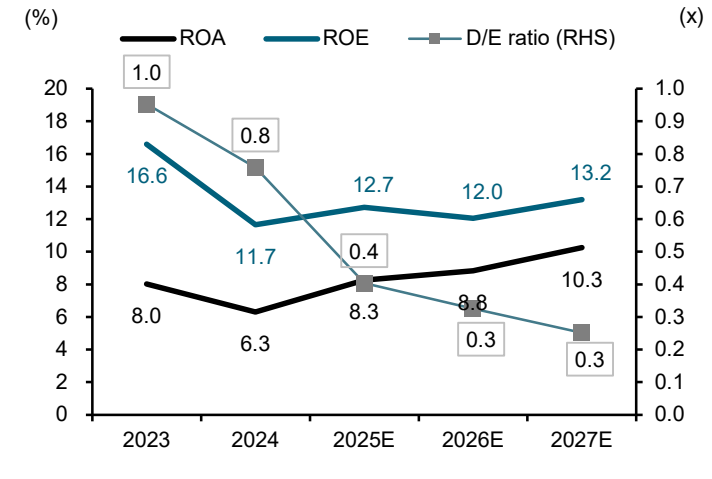
Sources: HANN; FSSIA estimates

Exhibit 15: Net Profit and Net Profit Margin



Sources: HANN; FSSIA estimates

Exhibit 16: ROA, ROE, and D/E Ratio



Sources: HANN; FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ HANN ด้วยวิธี DCF ที่ราคา 1.20 บาทต่อหุ้น อิง WACC 9.9% และ LTG 2.0% คิดเป็น 2025E Implied P/E 21.6 เท่า หรือ +0.5SD ของค่าเฉลี่ยการซื้อขายหุ้นบริษัท ประกอบธุรกิจโรงพยาบาลในต่างจังหวัด จำนวน 5 ราย ได้แก่ AHC, EKH, RJH, RPH และ WPH

เรามองว่า HANN สมควรซื้อขายที่ระดับสูงกว่ากับค่าเฉลี่ยกลุ่ม จากประมาณการกำไรสุทธิของบริษัท ที่คาดว่าจะเติบโตโดดเด่น 47% ในปี 2025 และ 19-20% ในปี 2026-2027 ขณะเดียวกัน คาดว่าจะมีอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นขาขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 12.7% ในปี 2025 เป็น 13.2% ในปี 2027 ขับเคลื่อนโดยอัตรากำไรที่สูงขึ้น ตามส่วนผสมยอดขายกลุ่มลูกค้าต่างชาติขยายตัว รวมถึงการสร้างมูลค่าเพิ่มจากแนวโน้มการรักษาโรคซับซ้อนมากขึ้น และการเพิ่มบริการต่างๆ

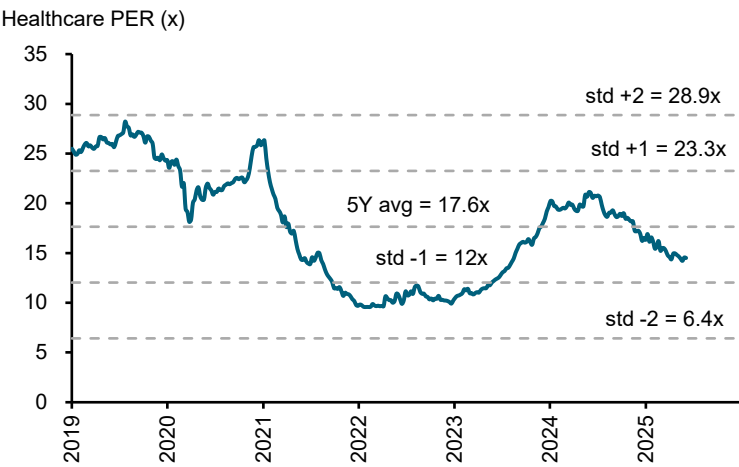
Exhibit 17: DCF-based valuation

Cost of equity assumptions	(%)	Cost of debt assumptions	(%)
Risk-free rate	2.5	Pre-tax cost of debt	5.2
Market risk premium	8.5	Marginal tax rate	20.0
Stock beta	1.0		
Cost of equity, Ke	11.0	Net cost of debt, Kd	4.2
Weight applied	83.4	Weight applied	16.6
WACC	9.9		

DCF valuation estimate	(THB m)
NPV	100
Terminal value	551
Cash & liquid assets	81
Investments	0
Debt	(59)
Minorities	(0)
Residual ordinary equity	672
No. of shares	560
Equity value per share	1.20

Source: FSSIA estimates

Exhibit 18: Aggregated PER and SD levels (AHC, EKH, RJH, RPH and WPH)



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

HANN มีทุนจดทะเบียน 280 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 200 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 400 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 160 ล้านหุ้นแก่ประชาชนในครั้งนี บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 280 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 560 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้คิดเป็น 28.57% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้ เพื่อโครงการก่อสร้างอาคาร 3 ชั้น ของโรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล เพื่อโครงการก่อสร้างอาคารใหม่ของโรงพยาบาลนายแพทย์หาญ และเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ

Exhibit 19: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ HANN ณ วันที่ 31 มี.ค. 2025 และภายหลัง IPO

รายชื่อผู้ถือหุ้น	----- ก่อนเสนอขาย -----		----- หลังเสนอขาย -----	
	จำนวนหุ้น	ร้อยละ	จำนวนหุ้น	ร้อยละ
	(หุ้น)	(%)	(หุ้น)	(%)
1. บริษัท หาญ โฮลดิ้งส์ กรุ๊ป จำกัด	200,000,200	50.00	200,000,200	35.71
2. นาง ประภาศรี สุนันทบุตร	153,137,600	38.28	153,137,600	27.35
3. นางสาว พรพัญญ์ วิริยพันธ์	25,473,000	6.37	25,473,000	4.55
4. นาง กลางดาว ชีรณวณิช	8,836,800	2.21	8,836,800	1.58
5. นาย พรเทพ วิริยพันธ์	6,276,200	1.57	6,276,200	1.12
6. นาง กัญญารัตน์ อินทร์แก้ว	6,276,200	1.57	6,276,200	1.12
7. ประชาชนทั่วไป	0	0.00	160,000,000	28.57
รวมทั้งหมด	400,000,000	100.00	560,000,000	100.00

Source: HANN's filing

นโยบายการจ่ายปันผล

HANN มีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการ ภายหลังจากหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและเงินทุนสำรองต่างๆ ทุกประเภทตามที่กำหนดไว้ในกฎหมายและข้อบังคับของบริษัท อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการบริษัทอาจกำหนดอัตราการจ่ายปันผลที่แตกต่างไปจากอัตราที่กำหนดไว้ข้างต้นได้ตามความเหมาะสมและจำเป็นโดยพิจารณาจาก ผลการดำเนินงาน สถานะทางการเงิน กระแสเงินสด เงินทุนหมุนเวียน แผนการลงทุนและการขยายธุรกิจ สภาพตลาด ภาระหนี้สินและเงื่อนไขและข้อจำกัดตามที่ระบุไว้ในสัญญา รวมทั้งความจำเป็นและปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการบริหารงานของบริษัท ตามที่คณะกรรมการบริษัทพิจารณาเห็นสมควร โดยการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจะไม่ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจปกติของบริษัท และจะต้องก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ การจ่ายเงินปันผลห้ามมิให้บริษัทจ่ายเงินปันผลจากเงินประเภทอื่นนอกจากเงินกำไร ในกรณีที่บริษัทยังมียอดขาดทุนสะสมอยู่ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผล และให้จ่ายเงินปันผลตามจำนวนหุ้น หุ้นละเท่าๆ กัน

การจ่ายเงินปันผลประจำปีต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น เว้นแต่จะเป็นการจ่ายปันผลระหว่างกาลซึ่งคณะกรรมการบริษัทมีอำนาจอนุมัติให้จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลได้เป็นครั้งคราวตามความเหมาะสม โดยคณะกรรมการบริษัทจะต้องรายงานการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลดังกล่าวให้ผู้ถือหุ้นทราบในการประชุมผู้ถือหุ้นครั้งถัดไป

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนและ/หรือการพึ่งพิงแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์

HANN มีแพทย์ประจำตามเกณฑ์ประเภทสัญญา จำนวน 5 คน และแพทย์นอกเวลา จำนวน 75 คน เนื่องจากแพทย์นอกเวลาไม่ได้เข้าเวรออกตรวจที่โรงพยาบาลเป็นประจำ อีกทั้งข้อจำกัดของทำเลที่ตั้งโรงพยาบาลอยู่ในจังหวัดที่มีจำนวนแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์ไม่มาก ส่งผลให้มีการแข่งขันสูงในการสรรหาและจัดจ้างแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์ บริษัทจึงจัดทำแผนการสืบทอดตำแหน่งงานสำหรับแพทย์เฉพาะทางด้านสาขาต่างๆ กำหนดนโยบายจ่ายค่าตอบแทนและสวัสดิการอย่างเหมาะสม และส่งเสริมการพัฒนาศักยภาพบุคลากร เพื่อสร้างความสนใจในการร่วมงานกับบริษัท

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายโครงการสวัสดิการด้านสุขภาพภาครัฐ

เกิดจากเงื่อนไขการเบิกและอัตราการเบิกของโครงการสวัสดิการด้านสุขภาพของภาครัฐที่เปลี่ยนแปลงอยู่บ่อยครั้ง อาทิ ในปี 2024 อัตราการเบิกบริการรับส่งต่อผู้ป่วยในภายในเขตจ่ายตามระบบการวินิจฉัยโรคร่วม (DRGs) โดยใช้ค่านำหนักสัมพัทธ์ที่ปรับค่าแล้ว (AdjRW) มีการเปลี่ยนแปลงรวม 4 ครั้ง ซึ่งบริษัทไม่อาจควบคุมและคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงได้ แต่บริษัทประเมินว่าความเสี่ยงดังกล่าวอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากในทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายภาครัฐ ทางหน่วยงานจะแจ้งรายละเอียดไปยังบริษัทที่จะได้รับผลกระทบล่วงหน้าเพื่อรับฟังข้อเสนอแนะและปรับปรุงรายละเอียดก่อนมีการประกาศใช้อย่างเป็นทางการ อย่างไรก็ตาม บริษัทจะพิจารณาถ้าไรขึ้นต้น จากการบริหารต้นทุนในภาพรวม และบริหารกำไร จากการจัดหารายได้จากโครงการอื่นให้มากขึ้น

ความเสี่ยงจากข้อจำกัดตามกฎหมายด้านการเพิ่มจำนวนเตียงจดทะเบียนสำหรับให้บริการ

ข้อกำหนดตาม พ.ร.บ.ส่งเสริมและรักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ พ.ศ. 2535 สร้างข้อจำกัดให้บริษัทไม่สามารถเพิ่มจำนวนเตียงจดทะเบียนสำหรับโรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนลและโรงพยาบาลรวมแพทย์ยโสธรได้อย่างถูกต้องหากไม่จัดทำรายงาน EIA แต่บริษัทพบว่าปริมาณการให้บริการเต็มตัวของโรงพยาบาลทั้งสองแห่ง ยังสามารถรองรับจำนวนผู้ป่วยในได้เพิ่มมากขึ้น จึงยังไม่พิจารณาแผนงานที่จะเพิ่มจำนวนเตียงจดทะเบียนให้มากกว่า 59 เตียงในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม บริษัทตระหนักถึงผลกระทบและความสำคัญของความเสี่ยงนี้ จึงได้เริ่มศึกษาความเป็นไปได้ แนวทางและข้อจำกัดในการจัดทำรายงาน EIA เพื่อเป็นทางเลือกในอนาคต หากมีแผนงานปรับปรุงและเพิ่มจำนวนเตียงจดทะเบียนให้มากกว่า 60 เตียง บริษัทจะสามารถยื่นคำขอจัดทำรายงานดังกล่าวได้อย่างถูกต้อง

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงตัวแทนสำหรับการขยายกลุ่มลูกค้าในประเทศกัมพูชา

รายได้บริษัทจากคนไข้ชาวกัมพูชา มาจากการแต่งตั้งตัวแทนชาวกัมพูชาเพื่อขยายตลาด และนายหน้าจะได้รับค่าตอบแทนเป็นค่าคอมมิชชั่นเมื่อผู้ป่วยเข้ารับบริการจนสิ้นสุดกระบวนการและชำระค่ารักษาพยาบาลแล้ว บริษัทกระจายความเสี่ยงเรื่องการพึ่งพิงนายหน้ารายใดรายหนึ่ง จากการคัดเลือกและสรรหาผู้ที่มีศักยภาพในการหาผู้รับบริการอย่างต่อเนื่อง ซึ่ง ณ วันที่ 31 มีนาคม 2025 บริษัทมีสัญญาตัวแทนแต่งตั้งนายหน้าชาวกัมพูชาจำนวน 37 ราย ที่ผ่านมานายหน้าชาวกัมพูชาเป็นผู้แนะนำผู้ใช้บริการให้แก่บริษัทยาวนานกว่า 10 ปี แสดงถึงความสัมพันธ์อันดี และเชื่อว่าบริษัทจะสามารถขยายความสามารถในการจัดหาผู้รับบริการได้เพิ่มขึ้น และหลากหลายมากขึ้น

ความเสี่ยงจากผลกระทบทางการเมืองบริเวณพื้นที่ชายแดนระหว่างประเทศไทยและกัมพูชา

พื้นที่บริเวณช่องบกที่เกิดข้อพิพาทนั้นเป็นพื้นที่ด้านชายแดนที่ไม่เกี่ยวข้องกับช่องทางการส่งต่อผู้ป่วยชาวกัมพูชาของบริษัท เนื่องจากบริษัทใช้ช่องทางการส่งต่อผู้ป่วยทั้งหมดที่ด้านช่องสะง่า อำเภอภูสิงห์ จังหวัดศรีสะเกษทั้งหมด ซึ่งในปัจจุบันด้านช่องสะง่ายังเปิดให้สามารถผ่านแดนได้ จึงสามารถรับส่งคนไข้ชาวกัมพูชาได้ตามปกติ อีกทั้งบริเวณช่องบกอยู่ห่างจากช่องสะง่าเป็นระยะทางประมาณ 195 กิโลเมตร จึงไม่ได้รับผลกระทบใดจากการพิพาทบริเวณช่องบก หากเกิดการปิดด่านตลอดแนวชายแดนประเทศไทยและกัมพูชาขึ้น จะเกิดความเสี่ยงที่บริษัทไม่สามารถรับตัวผู้ป่วยจากกัมพูชา และจะทำให้สูญเสียรายได้ 6-8% ของรายได้กิจการโรงพยาบาล บริษัทจะติดตามข่าวและนโยบายการเปลี่ยนแปลงของภาครัฐอย่างใกล้ชิดเพื่อปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจให้สอดคล้องกับสถานการณ์

ความเสี่ยงจากการขยายการลงทุนโครงการในอนาคต

บริษัทมีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนจากการใช้บริการของผู้ป่วยให้สอดคล้องกับการประมาณการรายได้โครงการในอนาคต เช่น แผนก่อสร้างอาคาร 3 ชั้น เพื่อให้บริการเพิ่มเติมที่โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล จึงได้พิจารณาและศึกษาความเป็นไปได้ของโครงการ วางแผนกลยุทธ์การตลาดและประชาสัมพันธ์ และจัดหาบุคลากร เพื่อรักษาและเพิ่มกลุ่มลูกค้าเป้าหมายให้สอดคล้องกับประมาณการ

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในธุรกิจโรงพยาบาลที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

คู่แข่งของโรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล ส่วนมากจะเป็นคลินิกเฉพาะทาง เนื่องจากผู้ป่วยที่มีโรคไม่รุนแรง ไม่จำเป็นต้องนอนพักรักษาในโรงพยาบาล จะได้รับบริการรวดเร็วกว่าการมาโรงพยาบาล โดยในพื้นที่จังหวัดมุกดาหารมีคลินิกเวชกรรมทั้งหมด 31 คลินิก ณ วันที่ 31 มีนาคม 2025 และโรงพยาบาลพริ้นซ์ มุกดาหาร ซึ่งเป็นโรงพยาบาลเอกชนจำนวน 59 เตียง ได้เปิดให้บริการเมื่อวันที่ 12 ธันวาคม 2024 ในอนาคตจังหวัดมุกดาหารกำลังจะมีโรงพยาบาลเอกชนเปิดบริการเพิ่มขึ้น เข้ามาเป็นคู่แข่งโดยตรงกับ HANN ขณะที่จังหวัดใกล้เคียงกันทั้งอุบลราชธานี ศรีสะเกษ และร้อยเอ็ด ต่างก็มีโรงพยาบาลเอกชนขนาดใหญ่ที่สามารถแข่งขันและดึงดูดการใช้บริการ บริษัทจึงเพิ่มแนวทางพัฒนาคุณภาพการแข่งขัน ทั้งด้านการสรรหาบุคลากร ผลักดันโครงการความร่วมมือกับภาครัฐเพิ่มขึ้น และยกระดับคุณภาพการรักษาพยาบาล เช่น เพิ่มความหลากหลายของบริการแพทย์เฉพาะทาง และการใช้อุปกรณ์เทคโนโลยีทางการแพทย์ที่ทันสมัย เป็นต้น รวมถึงขยายธุรกิจและฐานผู้รับบริการทั่วประเทศ ใกล้เคียง ทั้งลาว และกัมพูชา ให้มากขึ้น

ความเสี่ยงจากการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่รวมกันในส่วนที่อาจมีอิทธิพลต่อการดำเนินงานของบริษัทและการบริหารจัดการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

ภายหลัง IPO ครอบครัวยุสณันทบุตร และครอบครัววิริยะพันธ์ จะมีสัดส่วนการถือหุ้นรวมกัน 64.64% และ 6.79% ตามลำดับ สัดส่วนการถือหุ้นดังกล่าวอาจสามารถควบคุมบริษัทในด้านมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น รวมถึงเรื่องที่กฎหมายหรือข้อบังคับบริษัท กำหนดให้ต้องได้รับคะแนนเสียง 3 ใน 4 ของที่ประชุมผู้ถือหุ้น ดังนั้นผู้ถือหุ้นรายย่อยอื่นของบริษัท อาจมีความเสี่ยงจากการไม่สามารถรวบรวมคะแนนเสียงเพื่อถ่วงดุลเรื่องที่ผู้ถือหุ้นใหญ่เสนอให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นพิจารณา

Financial Statements

Mukdahan International Hospital

Profit and Loss (THB m) Year Ending Mar	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	527	493	524	578	626
Cost of goods sold	(370)	(342)	(359)	(392)	(423)
Gross profit	157	150	165	185	203
Other operating income	5	4	4	5	5
Operating costs	(114)	(123)	(130)	(141)	(152)
Operating EBITDA	92	71	82	94	109
Depreciation	(44)	(40)	(42)	(45)	(52)
Goodwill amortisation	-	-	-	-	-
Operating EBIT	48	31	40	49	57
Net financing costs	(7)	(4)	(3)	(2)	(1)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	(1)	0	0	0	0
Profit before tax	39	27	37	47	56
Tax	(12)	(6)	(5)	(9)	(11)
Profit after tax	28	21	31	37	44
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	28	21	31	37	44
Non-recurring items & goodwill (net)	1	0	0	0	0
Recurring net profit	29	21	31	37	44
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.07	0.05	0.06	0.07	0.08
Reported EPS	0.07	0.05	0.06	0.07	0.08
DPS	0.09	0.00	0.03	0.03	0.03
Diluted shares (used to calculate per share data)	400	400	560	560	560
Growth					
Revenue (%)	8.0	(6.6)	6.5	10.2	8.4
Operating EBITDA (%)	28.3	(22.8)	15.1	14.6	16.5
Operating EBIT (%)	55.6	(35.1)	28.1	23.4	16.2
Recurring EPS (%)	nm	(26.1)	4.0	20.4	18.7
Reported EPS (%)	nm	(23.7)	22.3	3.2	18.7
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	29.8	30.5	31.5	32.1	32.5
Gross margin exc. depreciation (%)	38.2	38.6	39.5	39.9	40.8
Operating EBITDA margin (%)	17.4	14.4	15.6	16.2	17.4
Operating EBIT margin (%)	9.0	6.3	7.5	8.4	9.1
Net margin (%)	5.5	4.3	5.9	6.5	7.1
Effective tax rate (%)	28.8	21.0	15.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	117.8	6.6	46.7	40.0	40.0
Interest cover (X)	6.8	8.0	13.3	23.9	46.6
Inventory days	23.6	24.4	22.2	21.8	22.0
Debtor days	24.0	29.0	33.1	30.0	27.7
Creditor days	44.4	46.5	45.4	44.4	45.0
Operating ROIC (%)	12.3	9.3	12.0	13.1	14.4
ROIC (%)	11.9	9.1	11.8	12.9	14.2
ROE (%)	16.6	11.7	12.7	12.0	13.2
ROA (%)	9.4	7.2	8.9	9.2	10.5

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Cash patient revenue	417	362	381	423	467
Revenue from government medical benefit schemes	110	131	143	154	160

Sources: Mukdahan International Hospital; FSSIA estimates

Financial Statements

Mukdahan International Hospital

Cash Flow (THB m) Year Ending Mar	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	29	21	31	37	44
Depreciation	44	40	42	45	52
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	7	3	0	0	0
Change in working capital	9	(19)	1	2	2
Cash flow from operations	90	46	74	84	98
Capex - maintenance	(12)	(38)	(62)	(65)	(70)
Capex - new investment	-	-	-	-	-
Net acquisitions & disposals	0	0	0	0	0
Other investments (net)	-	-	-	-	-
Cash flow from investing	(12)	(38)	(62)	(65)	(70)
Dividends paid	(25)	(9)	(1)	(15)	(15)
Equity finance	0	0	80	0	0
Debt finance	(37)	(22)	(25)	(20)	(20)
Other financing cash flows	0	1	0	0	0
Cash flow from financing	(61)	(30)	54	(35)	(35)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	17	(23)	66	(15)	(6)
Free cash flow to firm (FCFF)	84.88	11.33	15.36	21.54	29.72
Free cash flow to equity (FCFE)	41.58	(13.53)	(12.62)	(0.50)	8.50
Per share (THB)					
FCFF per share	-	-	-	-	-
FCFE per share	-	-	-	-	-
Recurring cash flow per share	0.20	0.16	0.15	0.15	0.17
Balance Sheet (THB m) Year Ending Mar	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tangible fixed assets (gross)	709	702	764	829	899
Less: Accumulated depreciation	(461)	(456)	(498)	(543)	(595)
Tangible fixed assets (net)	248	246	266	286	304
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	38	15	81	66	60
A/C receivable	31	48	48	48	48
Inventories	22	19	20	22	23
Other current assets	0	0	0	0	0
Current assets	91	82	149	136	131
Other assets	7	5	5	5	5
Total assets	345	333	420	427	440
Common equity	177	189	299	322	351
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	177	189	299	322	351
Long term debt	106	77	52	32	12
Other long-term liabilities	16	18	18	18	18
Long-term liabilities	122	94	69	49	29
A/C payable	39	38	40	44	47
Short term debt	0	8	8	8	8
Other current liabilities	8	3	3	4	4
Current liabilities	46	49	51	56	59
Total liabilities and shareholders' equity	345	333	420	427	440
Net working capital	6	25	24	21	20
Invested capital	261	276	295	313	329
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	0.44	0.47	0.53	0.57	0.63
Tangible book value per share	0.44	0.47	0.53	0.57	0.63
Financial strength					
Net debt/equity (%)	38.6	36.4	(7.4)	(8.4)	(11.5)
Net debt/total assets (%)	19.8	20.7	(5.2)	(6.3)	(9.2)
Current ratio (x)	2.0	1.7	2.9	2.4	2.2
CF interest cover (x)	6.9	(2.5)	(3.2)	0.8	8.0
Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring P/E (x) *	9.7	13.1	12.6	10.5	8.8
Recurring P/E @ target price (x) *	16.6	22.5	21.6	18.0	15.1
Reported P/E (x)	10.1	13.2	10.8	10.5	8.8
Dividend yield (%)	12.1	0.5	3.7	3.8	4.5
Price/book (x)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
Price/tangible book (x)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x) **	3.8	4.9	4.5	3.9	3.2
EV/EBITDA @ target price (x) **	6.0	7.7	8.0	6.9	5.8
EV/invested capital (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: Mukdahan International Hospital; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainabilitys	The Sustainabilitys' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td><td>Laggard:</td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>		AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856																					
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

[Rating](#) regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "CG Score"; 2) "AGM Level"; 3) "Thai CAC"; and 4) THSI. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Vatcharut Vacharawongsith FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited

All share prices are as at market close on, unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / current price.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.