

BUY (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 32.00 (Unchanged)

Upside : 59.2%

19 JUNE 2025

Bangkok Dusit Medical (BDMS TB)

ยังคงมีโอกาสขยายตัว

แม้ BDMS จะมีแนวโน้มการฟื้นตัวที่ชัดเจนในด้านตัวชี้วัดทางการเงินที่สำคัญ ทำให้บริษัทฯ แข็งแกร่งกว่าที่ผ่านมาอย่างมาก แต่มูลค่าหุ้นกลับปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญ เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BDMS พร้อมราคาเป้าหมายที่ไม่เปลี่ยนแปลงที่ 32 บาทต่อหุ้น



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

บริษัทที่แข็งแกร่งขึ้นมาก; คำแนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BDMS เนื่องจากมองว่าบริษัท แข็งแกร่งขึ้นอย่างชัดเจน แม้ราคาหุ้นจะมีการปรับฐานลงก็ตาม เนื่องจาก 1) ขนาดของธุรกิจขยายตัวมากเมื่อเทียบกับอดีต โดยเราคาดว่า EBITDA ในปี 2027F จะอยู่ที่ 1.9 เท่า ของระดับในปี 2019 กำไรสุทธิอยู่ที่ 2.0 เท่า และจำนวนโรงพยาบาลในเครือเพิ่มขึ้นเป็น 1.1 เท่า 2) ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นโดย ROE ปี 2027F อยู่ที่ 17% เทียบกับ 12% ในปี 2019 และ ROIC อยู่ที่ 13% เทียบกับ 6% 3) BDMS กระจายความเสี่ยงในหลายด้านทั้งในเชิงธุรกิจและการดำเนินงาน 4) มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง โดยอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนลดลงเหลือ 0.01 เท่า ในปี 2027F จาก 0.22 เท่า ในปี 2019 EBITDA มีฐานที่ใหญ่ที่ 22.2 พันลบ. เทียบกับงบลงทุนในปี 2025F ที่ 12.6 พันลบ. และ 5) EPS ยังคงเติบโต และมีปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่ง แม้เศรษฐกิจโดยรวมยังอ่อนแอ จึงไม่ถือว่าหุ้นแพงไปที่ 2025F PE ที่ 19.0 เท่า เราให้ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ที่ 32 บาทต่อหุ้น

กำไรเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ

ท่ามกลางเศรษฐกิจในประเทศที่ยังอ่อนแอและความไม่แน่นอนของโลก เรายังคงคาดว่า BDMS จะมี EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 6% ในปี 2025-27F ฐานกำไรที่สูงอยู่แล้ว โดยปัจจัยสำคัญมาจากการเติบโตของรายได้ปีละ 5-6% และรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติที่จะเพิ่มขึ้นเป็น 31% ในปี 2027F จาก 28% ในปี 2024 ทั้งนี้เราได้สมมติให้ไม่มีการกลับมาของผู้ป่วยโควิดที่ได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล เราคาดว่า EBIT margin จะเพิ่มขึ้นเป็น 15.0% ในปี 2027F จาก 14.3% ในปี 2024 โดยได้แรงหนุนจาก operating leverage และสัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติที่มีกำไรสูงเพิ่มมากขึ้น

กลยุทธ์การกระจายความเสี่ยงสร้างความแข็งแกร่งในการเติบโต

กลยุทธ์การกระจายความเสี่ยงของ BDMS ช่วยหนุนการเติบโตที่มั่นคงแม้เศรษฐกิจจะชะลอตัว การกระจายความเสี่ยงหลัก 4 ประการ ได้แก่ 1) กลุ่มลูกค้า โดย 1Q25 รายได้ 77% มาจากบริการกลุ่มผู้ป่วยไอเอนด์ และ 23% มาจากบริการระดับกลาง 2) ประเภทการชำระเงิน โดยเป็นผู้ป่วยจ่ายเอง 48%, ประกัน 39%, สัญญา 7%, ประกันสังคม 2% และอื่นๆ 4% 3) การกระจายทางภูมิศาสตร์ โดยมีโรงพยาบาลรวม 56 แห่งใน 20 จังหวัด และอีก 2 แห่งในกัมพูชา 4) ฐานลูกค้า ด้วย 1Q25 รายได้ 69% มาจากผู้ป่วยไทย และ 31% มาจากผู้ป่วยต่างชาติ อีกทั้งยังมีการกระจายตัวในกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติด้วย ได้แก่ ยุโรป 11%, CLMV 6%, ตะวันออกกลาง 4%, จีน 2%, สหรัฐฯ 2%, ญี่ปุ่น 2% และภูมิภาคอื่นๆ 4%

ยังคงมีโอกาสขยายตัว

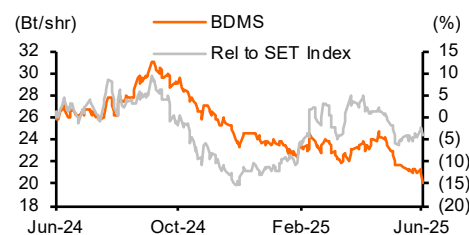
แม้เศรษฐกิจจะท้าทาย และ BDMS จะเป็นเครือโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในประเทศอยู่แล้ว แต่เรามองว่ายังมีโอกาสขยายตัวได้อีก ความต้องการเพิ่มขึ้นจากสังคมผู้สูงอายุในไทยและบทบาทในฐานะศูนย์กลางการแพทย์ท่องเที่ยวระดับโลก BDMS มีแผนเพิ่มเตียงจาก 8,800 เตียง ในปี 2024 เป็น 9,600 เตียง ภายในปี 2027 หรือเติบโตปีละ 3% การขยายตัวอย่างมีแบบแผนนี้มีเป้าหมายเพื่อตอบสนองความต้องการที่เพิ่มขึ้นพร้อมกับรักษาความสามารถในการแข่งขัน ด้วย EBITDA ที่ 2.4 หมื่นลบ ต่อปี ในปี 2025-27F BDMS จึงมีสถานะทางการเงินที่พร้อมสำหรับแผนการลงทุน 6.1 หมื่นลบ. ในปี 2025-29F

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้ลงทุนเท่านั้นและไม่ใช่คำแนะนำในการซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	103,675	108,955	115,398	122,375
Net profit	15,987	16,827	17,837	19,070
Consensus NP	—	16,898	18,139	19,392
Diff frm cons (%)	—	(0.4)	(1.7)	(1.7)
Norm profit	15,987	16,827	17,837	19,070
Prev. Norm profit	—	16,826	17,828	19,023
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.1	0.2
Norm EPS (Bt)	1.0	1.1	1.1	1.2
Norm EPS grw (%)	11.3	5.3	6.0	6.9
Norm PE (x)	20.0	19.0	17.9	16.8
EV/EBITDA (x)	15.4	14.5	13.5	12.6
P/BV (x)	3.2	3.1	2.9	2.8
Div yield (%)	3.7	4.0	4.2	4.5
ROE (%)	16.4	16.4	16.7	17.0
Net D/E (%)	1.7	1.8	2.3	1.3

PRICE PERFORMANCE



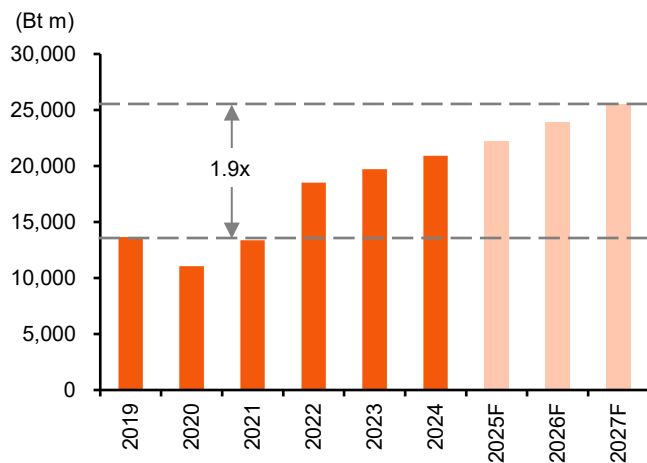
COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jun-25 (Bt)	20.10
Market Cap (US\$ m)	9,751.5
Listed Shares (m shares)	15,892.0
Free Float (%)	83.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	29.1
12M Price H/L (Bt)	31.00/21.00
Sector	Health Care
Major Shareholder	Prasartthongsot Family 14.98%

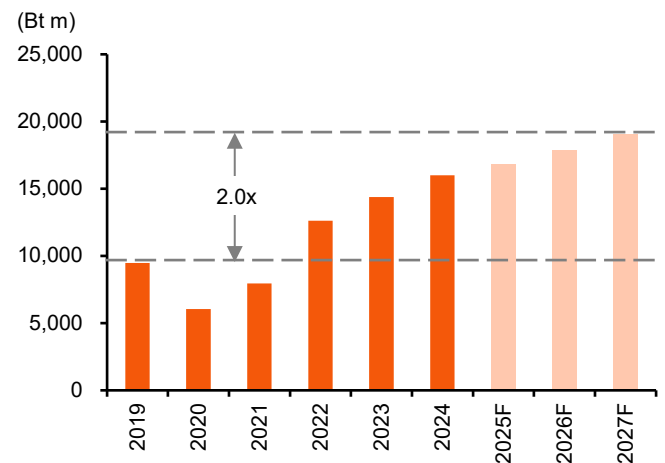
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P9

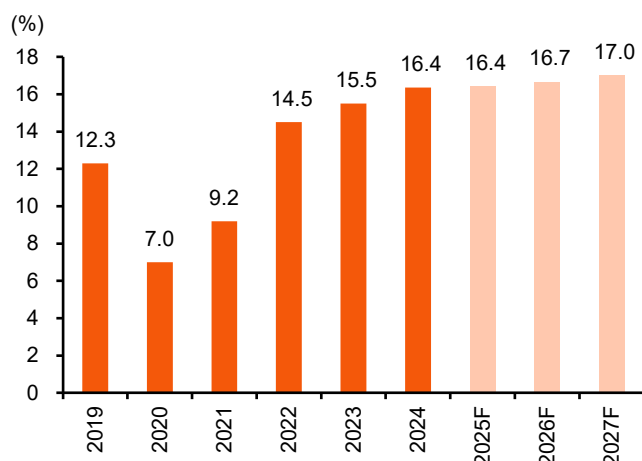
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: EBITDA

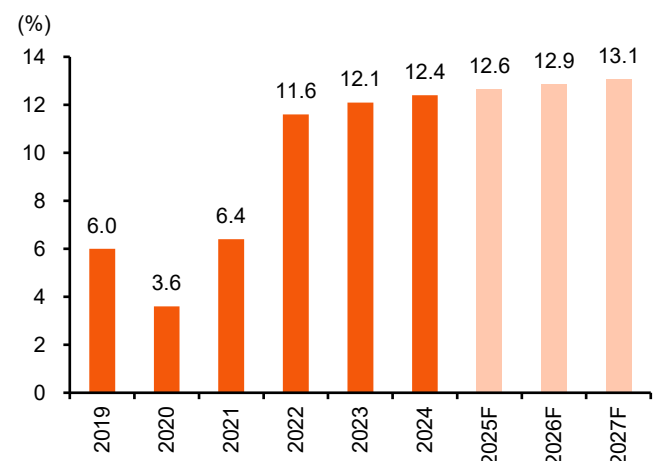
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Normalized Profit

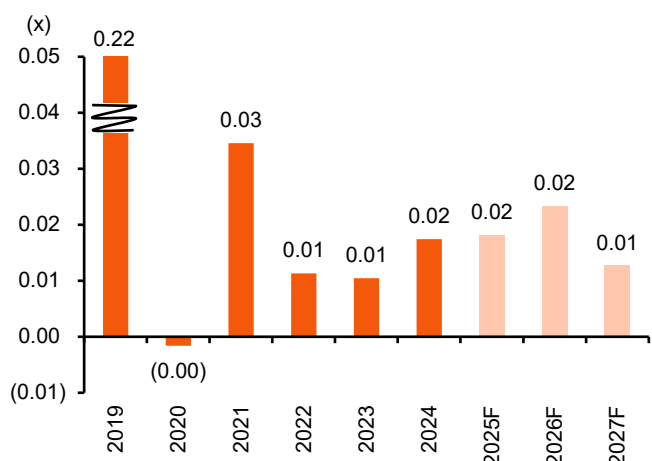
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: ROE

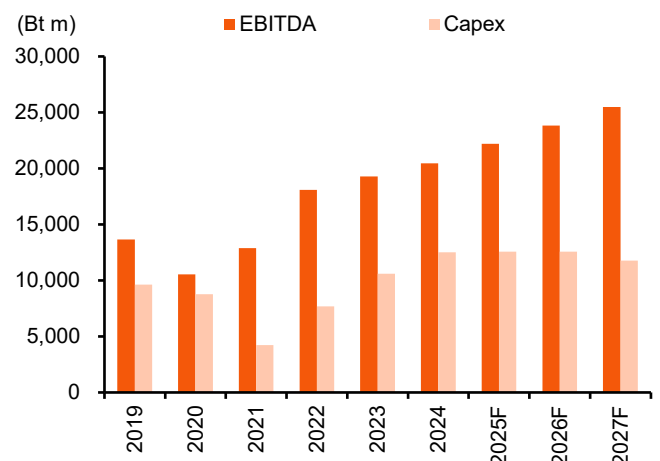
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: ROIC

Sources: Company data, Thanachart estimates

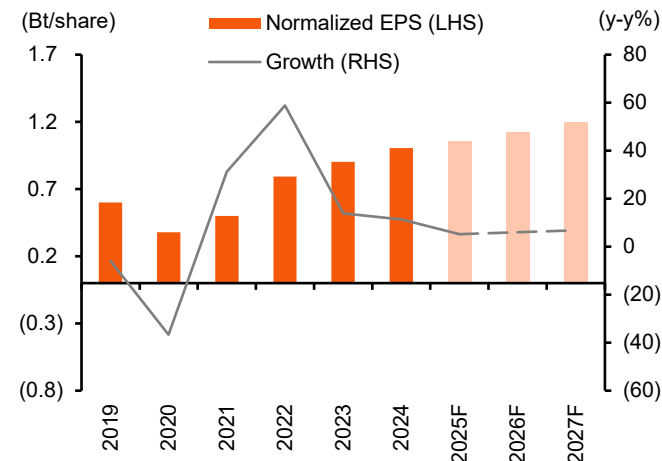
Ex 5: Net D/E

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: EBITDA Vs. Capex

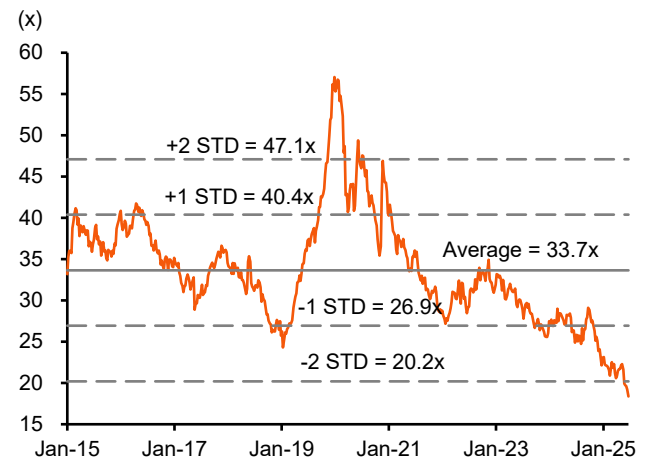
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: BDMS's Normalized EPS Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: PE Band

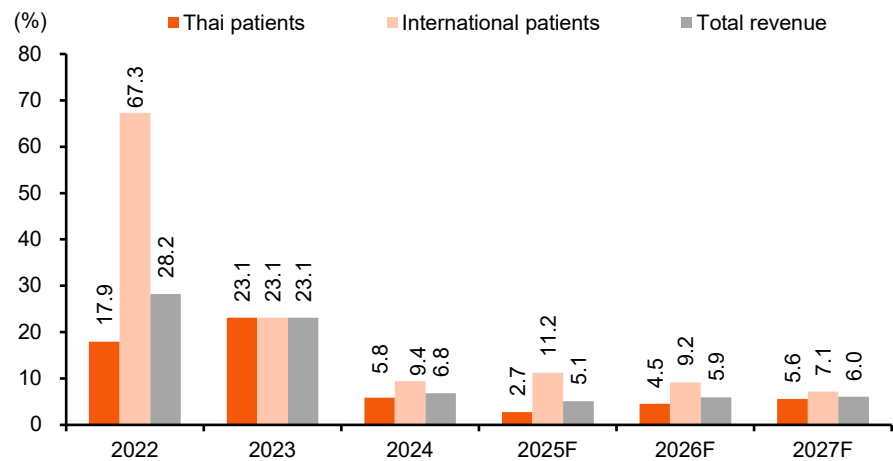


Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

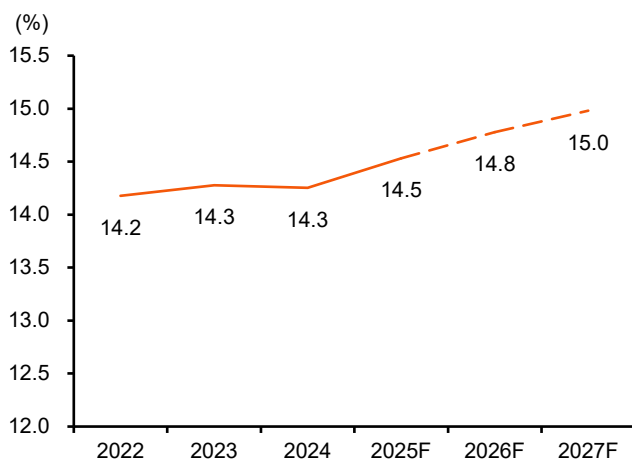
Ex 9: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Thai patients - OPD (people/year)					
- New	10,460,900	10,993,800	11,158,707	11,326,088	11,609,240
- Old			11,158,707	11,326,088	11,609,240
- Change (%)			-	-	-
Thai patients - IPD (people/year)					
- New	522,220	493,402	483,534	490,787	503,056
- Old			500,803	508,315	521,023
- Change (%)			(3.4)	(3.4)	(3.4)
Foreign patients - OPD (people/year)					
- New	1,579,355	1,726,085	1,864,172	1,976,022	2,055,063
- Old			1,829,650	1,921,133	1,978,767
- Change (%)			1.9	2.9	3.9
Foreign patients - IPD (people/year)					
- New	60,459	67,621	73,031	77,413	80,509
- Old			71,678	75,262	77,520
- Change (%)			1.9	2.9	3.9
Gross margin (%)					
- New	34.7	34.3	34.5	34.7	34.8
- Old			34.2	34.3	34.4
- Change (pp)			0.3	0.3	0.3
Interest expenses (Bt m)					
- New	547	433	389	394	374
- Old			423	428	411
- Change (%)			(8.0)	(8.0)	(9.2)
Normalized profit (Bt m)					
- New	14,358	15,987	16,827	17,837	19,070
- Old			16,826	17,828	19,023
- Change (%)			0.0	0.1	0.2

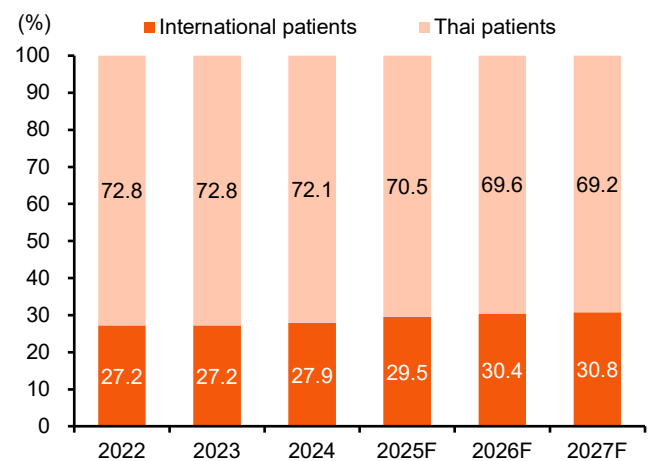
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Revenue Growth

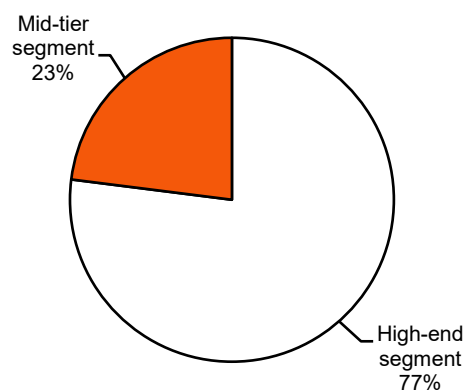
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: EBIT Margin

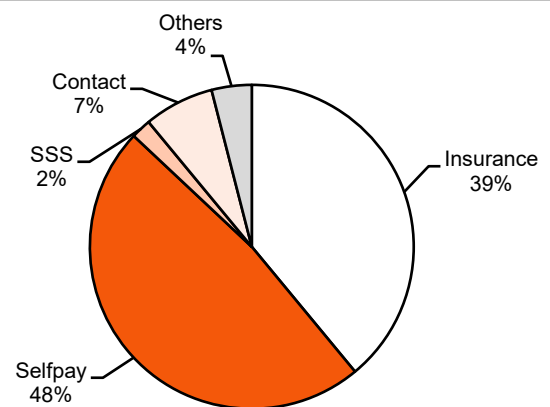
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Revenue Mix

Sources: Company data, Thanachart estimates

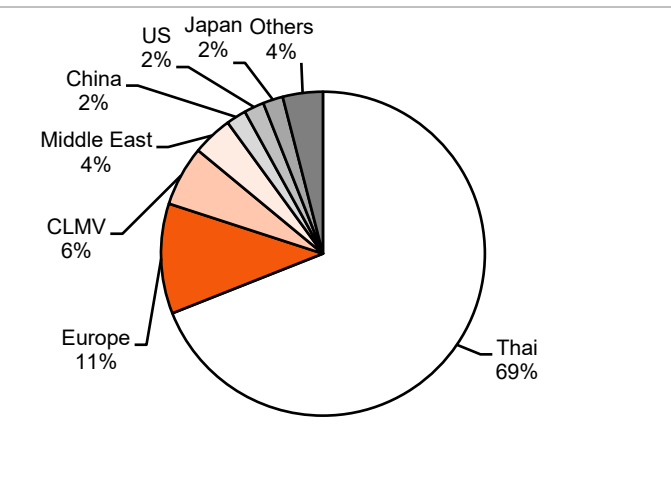
Ex 13: Revenue Breakdown By Market Segment In 1Q25

Source: Company data

Ex 14: Revenue Breakdown By Type Of Payor In 1Q25

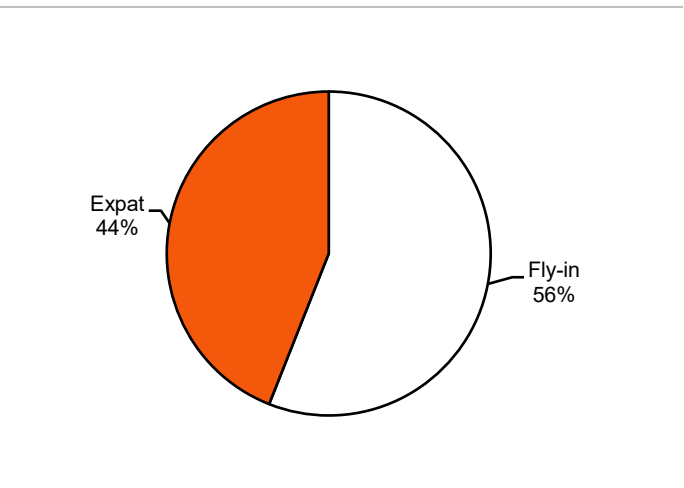
Source: Company data

Ex 15: Revenue Breakdown By Nationality In 1Q25



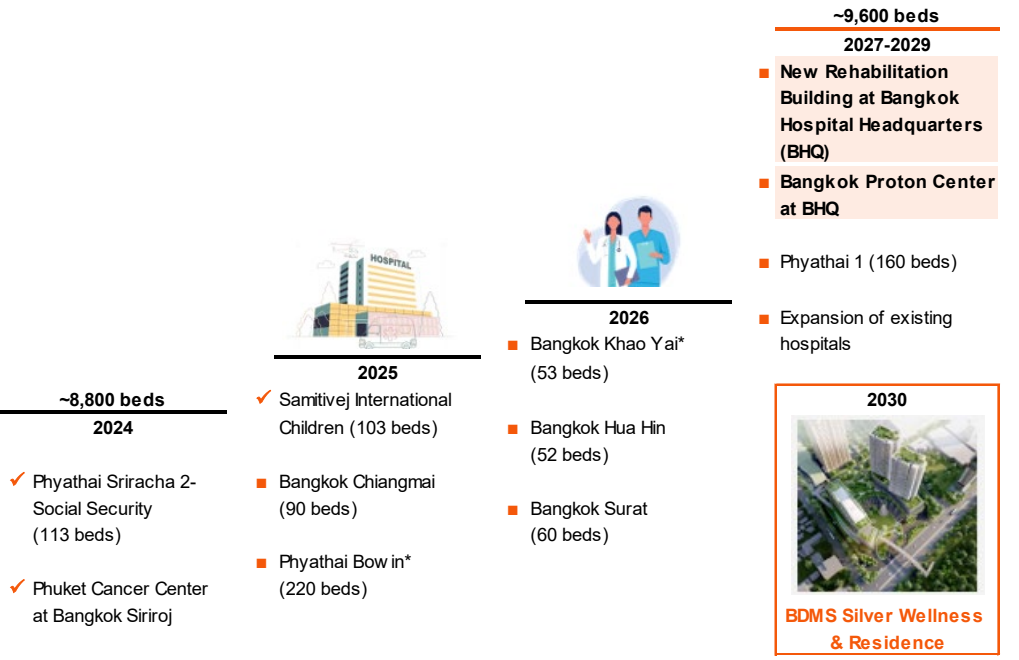
Source: Company data

Ex 16: Breakdown Of International Patients in 1Q25



Source: Company data

Ex 17: BDMS’s Expansion Plan Remains Unchanged



Source: Company data
Note: * Greenfield projects, Remark: - Structured beds

Ex 18: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	21,779	23,444	25,147	26,940	28,640	30,723	32,849	34,800	36,873	39,210	41,696	44,479	—
Free cash flow	10,948	13,183	15,717	17,349	19,375	18,911	30,447	32,503	34,683	37,130	39,728	34,625	722,975
PV of free cash flow	10,918	11,542	12,874	13,293	13,889	12,682	19,104	19,077	19,045	19,076	19,095	15,568	325,060
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.6												
WACC (%)	6.9												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value -	511,223												
add investments													
Net debt (end-2024)	1,809												
Minority interest	3,890												
Equity value	505,524												
# of shares (m)	15,892												
Equity value/share (Bt)	32.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 19: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	na	35.2	31.1	23.0	1.7	1.6	9.3	8.7	2.2	2.7
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	10.1	9.9	8.8	8.0	0.7	0.7	na	na	4.8	5.4
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	7.5	13.8	6.9	6.1	1.0	0.9	6.4	5.6	6.4	7.4
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	(0.9)	31.1	70.4	53.7	12.5	10.3	35.0	28.6	0.2	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	6.7	24.8	68.5	54.8	6.8	5.8	37.0	29.6	0.2	0.2
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	8.5	11.4	30.3	27.2	4.3	4.0	14.7	13.7	1.7	1.9
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	(26.4)	13.1	30.9	27.3	1.9	1.8	13.4	12.1	1.4	1.6
Ryman	RYM NZ	New Zealand	na	na	10.8	40.7	0.4	0.5	14.1	28.4	0.0	0.0
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	7.5	13.9	26.9	23.7	1.7	1.6	11.6	10.9	2.4	2.5
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	16.8	9.9	23.1	21.0	2.5	2.4	11.1	10.4	3.2	3.6
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	5.3	6.0	19.0	17.9	3.1	2.9	14.5	13.5	4.0	4.2
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	(4.2)	2.5	14.0	13.7	3.4	3.0	9.9	9.1	3.9	4.0
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	3.6	8.9	16.9	15.6	2.1	2.1	8.8	8.4	4.7	5.1
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	16.0	10.5	22.2	20.1	3.1	2.8	13.2	11.6	2.3	2.7
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	na	73.4	47.0	27.1	1.1	1.0	7.8	9.0	0.8	2.0
Average			4.2	18.9	28.5	25.3	3.1	2.8	14.8	14.2	2.5	2.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 19 June 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งเมื่อปี 1969 และเปิดดำเนินงานโรงพยาบาลเอกชนเป็นครั้งแรกในนาม “โรงพยาบาลกรุงเทพ” ในปี 1972 ปัจจุบัน BDMS เป็นผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทยในแง่ของรายได้ผู้ป่วย และมูลค่าตามราคาตลาด โดยบริษัท เน้นเจาะตลาดในกรุงเทพฯ และตลาดที่มีอัตราการเติบโตสูงทั่วประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เนื่องจาก BDMS ดำเนินงานบริหารโรงพยาบาล 56 แห่ง ทั่วประเทศ (รวมทั้งกลุ่มพญาไท และเปาโล) และสองโรงพยาบาลในกัมพูชา จึงมีการกระจายความเสี่ยงของรายได้
- งบดุลค่อนข้างแข็งแกร่ง และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่ต่ำจะเพิ่มความสามารถในการขยายธุรกิจ และเข้าซื้อกิจการ

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นทำให้ประชาชนสามารถจ่ายใช้สอยมากขึ้นเพื่อให้ได้รับการบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพดีขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษายาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราการรักษายาบาลที่ต่ำและมีคุณภาพการรักษายาบาลที่สูงสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์
- การระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

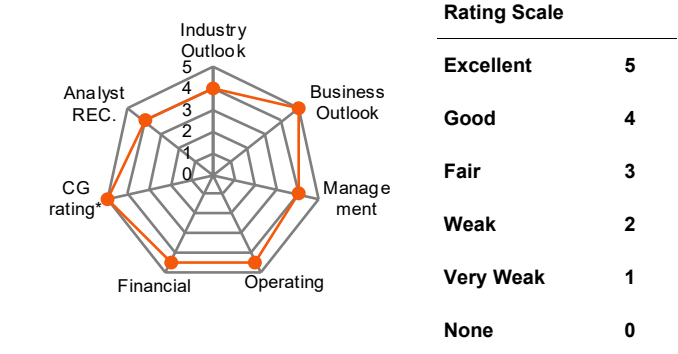
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	31.27	32.00	2%
Net profit 25F (Bt m)	16,898	16,827	0%
Net profit 26F (Bt m)	18,139	17,837	-2%
Consensus REC	BUY: 27	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- เนื่องจากค่าเสื่อมราคามีสัดส่วนราว 6% ของรายได้ในปี 2023 กำไรของ BDMS จึงมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของรายได้ และสถานะเศรษฐกิจ

T — Threat

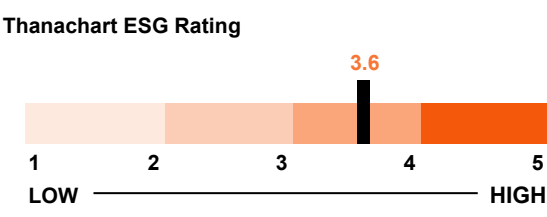
- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค อย่างเช่นโรงพยาบาลในประเทศสิงคโปร์
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านการเมือง และนโยบายของภาครัฐ
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลประกอบการของโรงพยาบาลใหม่อาจให้ผลตอบแทนต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ หากมีการแข่งขันที่มากขึ้นระหว่างโรงพยาบาลเอกชนเดิมที่อยู่ในอุตสาหกรรมหรือผู้ประกอบการรายใหม่
- จำนวนผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติต่ำกว่าที่เราคาดไว้
- หาก BDMS Wellness Clinic และ BDMS Silver Wellness & Residence ใช้เวลาในการกลับมามีกำไรช้ากว่าที่เราคาด
- หาก Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมลดลงจะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

BDMS เป็นเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย มีเครือข่ายโรงพยาบาล 58 แห่ง เราให้คะแนน ESG แก่ BDMS ที่ 3.6 ซึ่งอยู่ใน 15 อันดับแรกของหุ้นที่เราทำบทวิเคราะห์ และสูงกว่ากลุ่มโรงพยาบาลที่มีคะแนน 3.1 เรามองว่า BDMS ได้คะแนนสูงสุดในด้าน S (สังคม) รองลงมาคือ E (สิ่งแวดล้อม) และ G (การกำกับดูแล) เราคาดว่าคะแนนโดยรวมจะดีขึ้นในอนาคตจากนวัตกรรมทางดิจิทัลและการแพทย์ที่กำลังดำเนินการอยู่



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BDMS	YES	A	YES	AA	-	55.03	82.0	34.0	5.0

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

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของ BDMS สูงที่ 3.7 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของเพื่อนร่วมกลุ่มที่ 2.9 เนื่องจากมีแผนชัดเจนในการจัดการกับปัญหาสิ่งแวดล้อม BDMS ยังมีเป้าหมายที่ชัดเจนในการบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 - BDMS ตั้งเป้าหมายที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (Scope 1 และ Scope 2) อย่างน้อย 30% ภายในปี 2030 เมื่อเทียบกับปีฐาน 2022 เพื่อให้บรรลุเป้าหมายนี้ โรงพยาบาลและบริษัทย่อยทุกแห่งของ BDMS มีแผนที่จะดำเนินการใช้พลังงานทดแทนให้ประสบความสำเร็จภายในปี 2030 - BDMS มีกิจกรรมและแผนงานมากมายเพื่อลดการปล่อยมลพิษต่อไปอีก โรงพยาบาลและธุรกิจภายใต้ BDMS กว่า 50% ได้รับการติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ ซึ่งช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ได้มากกว่า 10,000 ตัน CO2 - BDMS ดำเนินโครงการ LESS 4 โครงการ (ขวดน้ำไร้ฉลาก โครงการ Waste DD เพื่อนำขยะรีไซเคิลมาผลิตกระดาษ กูชยะ และชุด PPE เป็นต้น) ในปี 2023 โดยมีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลดลงมากกว่า 2 ตันเทียบเท่า CO2
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคมสูงสุดที่ 4.1 แก่ BDMS เมื่อเทียบกับเพื่อนร่วมกลุ่ม เนื่องจากเครือข่ายบริการที่แข็งแกร่งของ BDMS ซึ่งมีกว่า 56 แห่งในประเทศไทย และ 2 แห่งในกัมพูชา ครอบคลุมกลุ่มตลาดที่หลากหลาย นอกจากนี้ยังมีแพลตฟอร์มสุขภาพดิจิทัล 5 แพลตฟอร์มที่ให้ลูกค้าสามารถเข้าถึงบริการได้อีกด้วย - นอกจากนี้ เราตระหนักว่า BDMS รักษามาตรฐานความปลอดภัยในการดำเนินงานที่สูง มีสวัสดิการพนักงานที่ดี และมีโปรแกรมการเรียนรู้และการฝึกอบรมที่แข็งแกร่ง นอกจากนี้ยังมีทุนการศึกษาด้านวิชาการสำหรับแพทย์ พยาบาล และพนักงานอื่นๆ อีกด้วย - โรงพยาบาลทุกแห่งได้รับการรับรองโดย JCI และ/หรือ HA/Advance HA สำหรับการประเมินและการพัฒนาเพื่อความปลอดภัยสูงสุดของผู้ป่วย - ในปี 2023, 92.4% ของผู้ป่วยยังคงรับการรักษาต่อที่ BDMS
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คะแนนการกำกับดูแลของ BDMS อยู่ที่ 3.1 ซึ่งต่ำกว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม แม้ว่าเราเชื่อว่า กลยุทธ์การขยายตัวของ BDMS จะสร้างความยั่งยืนในการเติบโตในระยะกลางถึงระยะยาว แต่ BDMS เคยประสบปัญหาด้านการกำกับดูแลเกี่ยวกับการปรับราคาหุ้นของ Bangkok Airways ในปี 2019 - ในมุมมองของเรา BDMS มีโครงสร้างคณะกรรมการที่ไม่เหมาะสม แม้บริษัทฯ จะมีประธานคณะกรรมการที่เป็นอิสระ แต่มีกรรมการอิสระเพียง 6 จาก 15 คน (<2/3 ของอัตราที่เหมาะสม) และสองคนในนั้นเป็นผู้หญิง - BDMS มีคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการค่าตอบแทน และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง - BDMS พัฒนานวัตกรรมบริการด้านสุขภาพ ผ่านวัฒนธรรมนวัตกรรมและความร่วมมือระดับโลก BDMS ผลักดันโครงการนวัตกรรมต่างๆ ผ่าน Startup Engagement ด้วยแนวคิด BDMS Smart Healthcare

Source: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	97,077	103,675	108,955	115,398	122,375
Cost of sales	63,412	68,071	71,355	75,401	79,837
Gross profit	33,665	35,604	37,600	39,997	42,537
% gross margin	34.7%	34.3%	34.5%	34.7%	34.8%
Selling & administration expenses	19,806	20,828	21,769	22,941	24,206
Operating profit	13,859	14,776	15,831	17,056	18,332
% operating margin	14.3%	14.3%	14.5%	14.8%	15.0%
Depreciation & amortization	5,848	6,132	6,383	6,787	7,172
EBITDA	19,707	20,908	22,214	23,843	25,504
% EBITDA margin	20.3%	20.2%	20.4%	20.7%	20.8%
Non-operating income	5,250	5,913	5,848	6,187	6,553
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(547)	(433)	(389)	(394)	(374)
Pre-tax profit	18,563	20,255	21,290	22,849	24,512
Income tax	3,772	3,792	3,979	4,501	4,902
After-tax profit	14,791	16,463	17,311	18,348	19,609
% net margin	15.2%	15.9%	15.9%	15.9%	16.0%
Shares in affiliates' Earnings	89	76	91	98	106
Minority interests	(523)	(552)	(575)	(609)	(646)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	14,358	15,987	16,827	17,837	19,070
Normalized profit	14,358	15,987	16,827	17,837	19,070
EPS (Bt)	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	23,545	23,659	23,619	24,486	25,427
Cash & cash equivalent	9,467	8,690	8,817	8,817	8,817
Account receivables	11,558	12,246	11,940	12,646	13,411
Inventories	2,420	2,603	2,737	2,892	3,062
Others	101	120	125	130	137
Investments & loans	2,108	2,464	2,464	2,464	2,464
Net fixed assets	87,025	93,849	100,493	106,696	111,673
Other assets	31,113	31,542	32,693	33,467	34,303
Total assets	143,792	151,514	159,269	167,114	173,868
LIABILITIES:					
Current liabilities:	18,433	22,014	22,254	23,429	24,009
Account payables	6,901	8,113	6,842	7,230	7,656
Bank overdraft & ST loans	0	2,500	2,699	2,869	2,585
Current LT debt	2,500	2,000	2,024	2,152	1,938
Others current liabilities	9,032	9,400	10,689	11,178	11,831
Total LT debt	7,999	5,999	6,072	6,455	5,815
Others LT liabilities	18,269	19,575	21,884	22,723	23,662
Total liabilities	44,701	47,588	50,210	52,608	53,486
Minority interest	3,649	3,890	4,465	5,074	5,720
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589
Share premium	30,166	30,166	30,166	30,166	30,166
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	11,512	11,803	11,803	11,803	11,803
Retained earnings	52,175	56,479	61,036	65,874	71,104
Shareholders' equity	95,442	100,037	104,594	109,432	114,662
Liabilities & equity	143,792	151,514	159,269	167,114	173,868

Sources: Company data, Thanachart estimates

Thai and international patients drive revenue in 2025-27F

More new projects set to enter its portfolio in 2025-27

CASH FLOW STATEMENT*Sustainable cash inflow streams*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	18,563	20,255	21,290	22,849	24,512
Tax paid	(3,640)	(3,951)	(3,765)	(4,478)	(4,761)
Depreciation & amortization	5,848	6,132	6,383	6,787	7,172
Chg In working capital	(557)	340	(1,099)	(473)	(509)
Chg In other CA & CL / minorities	(582)	270	1,161	557	611
Cash flow from operations	19,632	23,046	23,971	25,243	27,024
Capex	(10,610)	(12,513)	(12,592)	(12,592)	(11,792)
Right of use	(1,012)	(364)	(500)	(500)	(500)
ST loans & investments	(12)	3	0	0	0
LT loans & investments	(127)	(356)	0	0	0
Adj for asset revaluation	1,338	291	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	951	799	1,223	166	246
Cash flow from investments	(9,472)	(12,141)	(11,869)	(12,925)	(12,046)
Debt financing	(5,531)	1	295	682	(1,138)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(10,343)	(11,119)	(12,270)	(12,999)	(13,840)
Warrants & other surplus	210	(564)	0	0	0
Cash flow from financing	(15,664)	(11,682)	(11,974)	(12,317)	(14,978)
Free cash flow	9,022	10,533	11,379	12,651	15,233

VALUATION*Inexpensive valuation, in our view*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	22.2	20.0	19.0	17.9	16.8
Normalized PE - at target price (x)	35.4	31.8	30.2	28.5	26.7
PE (x)	22.2	20.0	19.0	17.9	16.8
PE - at target price (x)	35.4	31.8	30.2	28.5	26.7
EV/EBITDA (x)	16.3	15.4	14.5	13.5	12.6
EV/EBITDA - at target price (x)	25.9	24.4	23.0	21.4	20.0
P/BV (x)	3.3	3.2	3.1	2.9	2.8
P/BV - at target price (x)	5.3	5.1	4.9	4.6	4.4
P/CFO (x)	16.3	13.9	13.3	12.7	11.8
Price/sales (x)	3.3	3.1	2.9	2.8	2.6
Dividend yield (%)	3.5	3.7	4.0	4.2	4.5
FCF Yield (%)	2.8	3.3	3.6	4.0	4.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
EPS	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
DPS	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
BV/share	6.0	6.3	6.6	6.9	7.2
CFO/share	1.2	1.5	1.5	1.6	1.7
FCF/share	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Sustainable EPS growth
in 2025-27F*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	9.6	6.8	5.1	5.9	6.0
Net profit (%)	13.9	11.3	5.3	6.0	6.9
EPS (%)	13.9	11.3	5.3	6.0	6.9
Normalized profit (%)	13.9	11.3	5.3	6.0	6.9
Normalized EPS (%)	13.9	11.3	5.3	6.0	6.9
Dividend payout ratio (%)	77.5	74.6	75.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	34.7	34.3	34.5	34.7	34.8
Operating margin (%)	14.3	14.3	14.5	14.8	15.0
EBITDA margin (%)	20.3	20.2	20.4	20.7	20.8
Net margin (%)	15.2	15.9	15.9	15.9	16.0
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	25.4	34.1	40.7	43.3	49.1
Interest coverage - EBITDA (x)	36.1	48.2	57.1	60.5	68.3
ROA - using norm profit (%)	10.1	10.8	10.8	10.9	11.2
ROE - using norm profit (%)	15.5	16.4	16.4	16.7	17.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	16.0	16.8	16.9	17.1	17.5
- asset turnover (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	19.7	20.0	19.9	20.1	20.3
- leverage (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
- interest burden (%)	97.1	97.9	98.2	98.3	98.5
- tax burden (%)	79.7	81.3	81.3	80.3	80.0
WACC (%)	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
ROIC (%)	12.1	12.4	12.6	12.9	13.1
NOPAT (Bt m)	11,043	12,010	12,872	13,696	14,665
invested capital (Bt m)	96,474	101,846	106,571	112,091	116,183

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

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

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

หมายเหตุ: บริษัท ทูชนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัททูชนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.97 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูชนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่ 1-3") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

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

Data Support Team

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

Thanachart Securities Pcl.

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