

HOLD (From: BUY)

TP: Bt 20.50 (From: Bt 26.00)

Change in Recommendation

Upside : 9.0%

Bangkok Dusit Medical Serv. (BDMS TB)

แนวโน้มการเติบโตอ่อนแอ



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@ttbwealth.co.th

เราปรับลดคำแนะนำของ BDMS ลงเป็น “ถือ” เนื่องจาก EPS มีแนวโน้มการเติบโตที่อ่อนแอที่เพียง 4.4% ต่อปี ในปี 2026–27F จากทั้งผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติที่ชะลอตัว ที่ 2026F PE ที่ 18.2 เท่า เรามองว่า BDMS อยู่ในระดับที่สะท้อนมูลค่าเหมาะสมแล้ว

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราปรับคำแนะนำของ BDMS ลงเป็น “ถือ” จาก “ซื้อ” เนื่องจาก 1) เราปรับลดกำไรลง 7.1/8.5/9.0% ในปี 2026–28F และเฉลี่ย 14.5% ต่อปี ในปี 2029–37F และปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 20.5 บาท (จาก 26.0 บาท) สะท้อนผลการดำเนินงานที่อ่อนแอกว่าคาด ผลกระทบจากความขัดแย้งในตะวันออกกลางเป็นระยะเวลา 2 เดือน และผลตอบแทนจากโครงการใหม่ที่อาจจะลดลงในระยะยาว ซึ่งทำให้ราคาต่อหุ้น EPS จะเติบโตเพียง 4.4% ต่อปี ในปี 2026–27F 2) ท่ามกลางความไม่แน่นอนจากสถานการณ์ตะวันออกกลาง BDMS จึงให้ความระมัดระวังมากขึ้นในการลงทุนเพิ่มเติม ซึ่งเรามองเป็นบวก เนื่องจากช่วยจำกัดความเสี่ยงด้านลบต่อกำไรจากการขาดทุนในช่วงเริ่มต้นของโครงการ และ 3) จากการเติบโตของ EPS ที่เพียง 4.4% ต่อปี ในปี 2026-27F เรามองว่าหุ้น BDMS มีมูลค่าเหมาะสมแล้ว โดยซื้อขายที่ 2026F PE ที่ 18.2 เท่า

แนวโน้มการเติบโตอยู่ในระดับปานกลาง

เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 4.4% ต่อปี ในปี 2026–27F หนุนโดย 1) รายได้เติบโต 2.9/5.1% จากรายได้ผู้ป่วยโรคร้ายแรงทั้งจากผู้ป่วยไทยและต่างชาติที่เพิ่มขึ้น 2) EBIT margin เพิ่มขึ้นเป็น 13.6/13.9% (จาก 13.5% ในปี 2025) หนุนโดยจากการประหยัดต่อขนาด และไม่มีภาระตั้งสำรองเหมือนปี 2025 และ 3) ผลขาดทุนจากโรงพยาบาลเปิดใหม่ในปี 2024-25 ลดลง ทั้งนี้ ในปี 2025 BDMS ได้บันทึกตั้งสำรอง 416 ลบ. (ก่อนหักภาษี) สำหรับผลกระทบจากน้ำท่วมที่โรงพยาบาลกรุงเทพหาดใหญ่ โครงการดูแลสุขภาพตลอดชีพ รางวัลสำหรับพนักงานที่มีอายุงานยาวนาน และการตัดจำหน่ายสินทรัพย์

จำนวนผู้ป่วยชะลอตัวลง

ในปี 2025 โครงสร้างรายได้ของ BDMS อยู่ที่ 72:28 (ผู้ป่วยไทย : ต่างชาติ) โดยจำนวนผู้ป่วยทั้งสองกลุ่มเผชิญแรงกดดันจากภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่ชะลอตัว การใช้นโยบายร่วมจ่าย (co-payment) ความตึงเครียดบริเวณชายแดนไทย-กัมพูชา และความขัดแย้งในตะวันออกกลาง ผู้ป่วยจากตะวันออกกลางมีสัดส่วนราว 4% ของรายได้ เราคาดว่ารายได้ 1Q26F จะปรับลดลงเล็กน้อย y-y จากจำนวนผู้ป่วยทั้งไทยและต่างชาติที่อ่อนแอ โดยเฉพาะจากกัมพูชาและตะวันออกกลาง นอกจากนี้ การชะลอตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติยังเป็นปัจจัยกดดัน เนื่องจาก BDMS มีเครือข่ายโรงพยาบาล 21 แห่งในกรุงเทพฯ และ 37 แห่งใน 19 จังหวัดท่องเที่ยวและเมืองหลัก เราคาดว่าจำนวนผู้ป่วยไทยจะเติบโตที่ 0/1.5/3.0% และผู้ป่วยต่างชาติจะเติบโตที่ -0.4/3.1/3.0% ในปี 2026–28F ตามลำดับ

ให้ความระมัดระวังมากขึ้นในการลงทุนใหม่

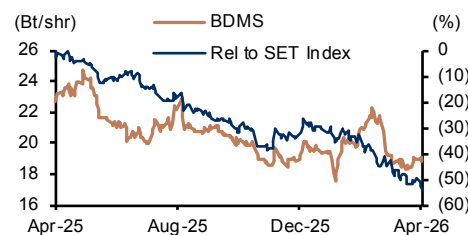
BDMS ได้ปรับแผนการขยายจำนวนเตียง โดยตั้งเป้าเพิ่มจาก 9,300 เตียงในปี 2025 เป็น 9,600 เตียง ภายในปี 2028-29 จากกรอบเวลาเดิมในปี 2027-29 โครงการโรงพยาบาลกรุงเทพหัวหิน (52 เตียง) และกรุงเทพสุราษฎร์ (60 เตียง) ยังคงดำเนินการตามแผนในปีนี้ แต่โครงการพญาไท 1 (160 เตียง) และศูนย์ฟื้นฟูแห่งใหม่ที่ BHQ จะเลื่อนออกไป 1–2 ปี ท่ามกลางแนวโน้มเศรษฐกิจที่อ่อนตัวและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ BDMS จึงให้ความระมัดระวังมากขึ้นในการลงทุนใหม่ อย่างไรก็ตาม ด้วย EBITDA ที่ 2.3 หมื่นลบ. ต่อปี ในปี 2026–28F จึงยังคงมีงบลงทุนพอรองรับแผนลงทุน (capex) มูลค่า 6.8 หมื่นลบ. สำหรับปี 2026–30

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความคิดเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	107,514	110,609	116,249	123,482
Net profit	15,848	16,382	17,280	18,424
Consensus NP	—	16,656	17,742	18,650
Diff frm cons (%)	—	(1.6)	(2.6)	(1.2)
Norm profit	15,848	16,382	17,280	18,424
Prev. Norm profit	—	17,631	18,888	20,242
Chg frm prev (%)	—	(7.1)	(8.5)	(9.0)
Norm EPS (Bt)	1.0	1.0	1.1	1.2
Norm EPS grw (%)	(0.9)	3.4	5.5	6.6
Norm PE (x)	18.9	18.2	17.3	16.2
EV/EBITDA (x)	14.4	14.0	13.1	12.3
P/BV (x)	2.8	2.8	2.6	2.5
Div yield (%)	5.3	4.1	4.3	4.6
ROE (%)	15.4	15.3	15.6	16.0
Net D/E (%)	2.1	3.7	3.4	2.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 9-Apr-26 (Bt)	18.80
Market Cap (US\$ m)	9,308.0
Listed Shares (m shares)	15,892.0
Free Float (%)	83.6
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	44.9
12M Price H/L (Bt)	24.70/17.60
Sector	Health Care
Major Shareholder	Prasartthongsot Family 15.09%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P8

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Thai patients - OPD (people/year)					
- New	10,993,800	11,307,335	11,307,335	11,476,945	11,821,253
- Old			11,661,018	11,952,544	12,311,120
- Change (%)			(3.0)	(4.0)	(4.0)
Thai patients - IPD (people/year)					
- New	493,402	486,126	486,126	493,418	508,220
- Old			478,267	490,223	504,930
- Change (%)			1.6	0.7	0.7
Foreign patients - OPD (people/year)					
- New	1,726,085	1,717,690	1,709,102	1,760,375	1,813,186
- Old			1,793,178	1,829,041	1,865,622
- Change (%)			(4.7)	(3.8)	(2.8)
Foreign patients - IPD (people/year)					
- New	67,621	69,638	71,031	74,582	77,566
- Old			73,139	76,064	78,346
- Change (%)			(2.9)	(1.9)	(1.0)
Gross margin (%)					
- New	34.3	33.7	33.6	33.8	33.9
- Old			34.6	34.7	34.8
- Change (ppt)			(1.0)	(0.9)	(0.9)
SG&A to sales (%)					
- New	20.1	20.3	20.0	19.9	19.8
- Old			19.7	19.6	19.5
- Change (ppt)			0.3	0.2	0.2
Normalized profit (Bt m)					
- New	15,987	15,848	16,382	17,280	18,424
- Old			17,631	18,888	20,242
- Change (%)			(7.1)	(8.5)	(9.0)

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal value
EBITDA	21,667	23,062	24,558	25,676	27,285	28,921	30,518	32,218	34,028	35,955	38,003	40,535	—
Free cash flow	11,481	13,876	14,595	15,898	14,074	23,292	24,359	25,493	26,698	27,979	29,467	28,585	473,693
PV of free cash flow	11,450	11,865	11,537	11,619	9,510	14,552	14,068	13,613	13,181	12,772	12,435	11,153	184,819
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.7												
WACC (%)	8.2												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	332,573												
Net debt (2025)	2,269												
Minority interest	4,114												
Equity value	326,189												
# of shares (m)	15,892												
Target price/share (Bt)	20.50												

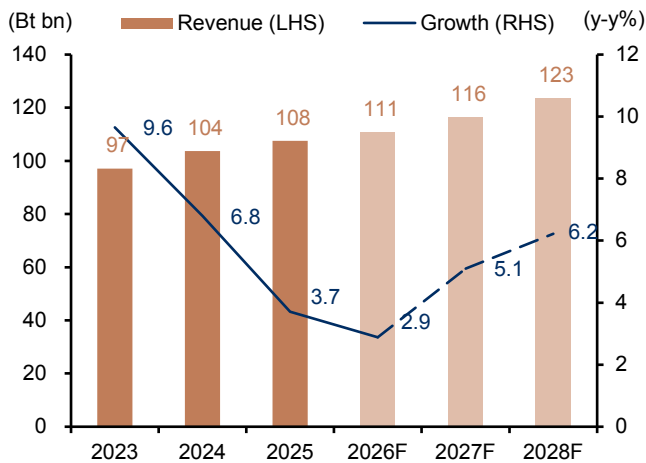
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 3: 1Q26F Earnings Preview

Income Statement	(consolidated)						
Yr-end Dec (Bt m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	q-q%	y-y%
Revenue	27,078	25,699	27,356	27,380	26,943	(2)	(1)
Gross profit	9,392	8,364	9,564	8,932	9,214	3	(2)
SG&A	5,153	5,323	5,372	5,935	5,246	(12)	2
Operating profit	4,239	3,041	4,192	2,997	3,969	32	(6)
EBITDA	5,756	4,596	5,823	4,687	5,777	23	0
Other income	1,415	1,496	1,287	1,674	1,463	(13)	3
Other expense	0	0	0	0	0	na	na
Interest expense	97	96	79	84	84	0	(14)
Profit before tax	5,557	4,440	5,400	4,587	5,348	17	(4)
Income tax	1,081	836	973	805	1,037	29	(4)
Equity & invest. income	19	13	27	19	19	0	2
Minority interests	(149)	(128)	(135)	(109)	(124)	na	na
Net profit	4,346	3,490	4,319	3,693	4,205	14	(3)
Normalized profit	4,346	3,490	4,319	3,693	4,205	14	(3)

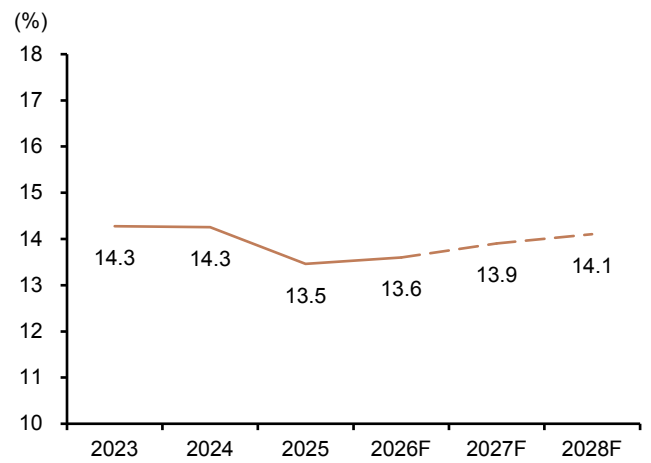
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 4: Revenue Growth



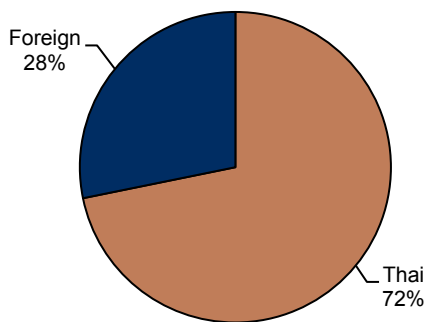
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 5: EBIT Margin Expansion



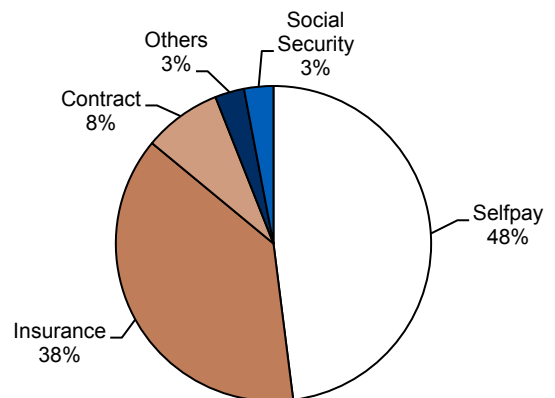
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 6: Revenue Mix In 2025



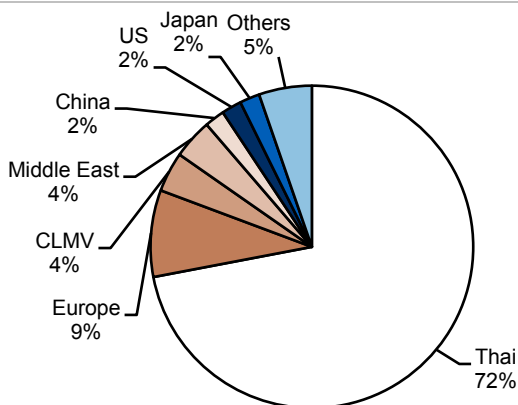
Source: Company data

Ex 7: Revenue Breakdown By Payor Types In 2025



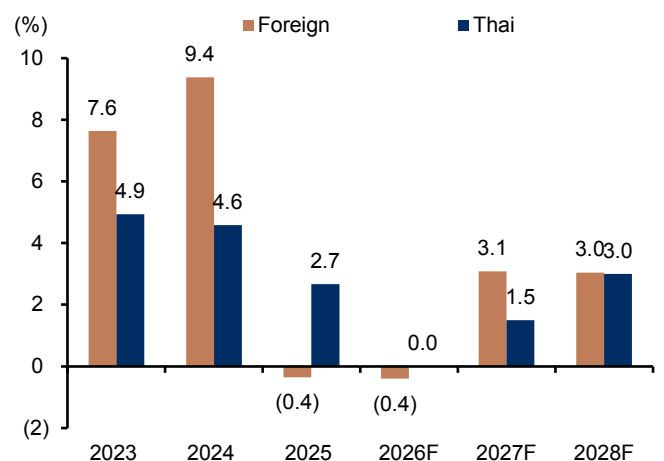
Source: Company data

Ex 8: Revenue Breakdown By Nationality In 2025



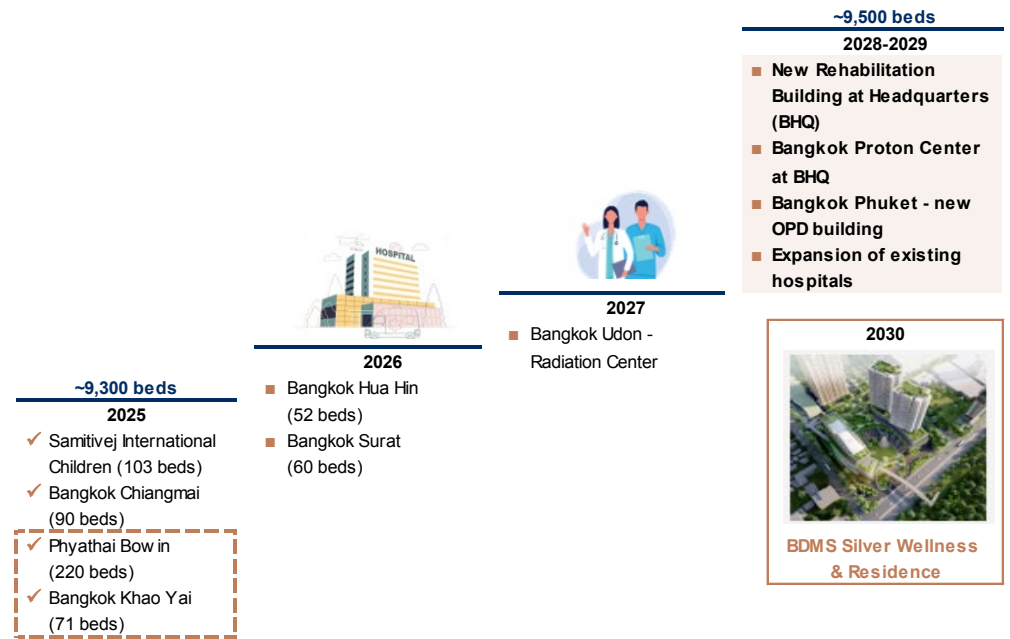
Source: Company data

Ex 9: Thai And International Patient Growth



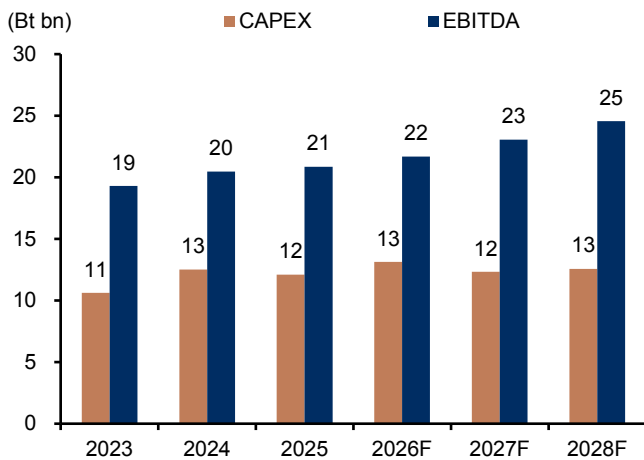
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 10: BDMS's New Expansion Plan



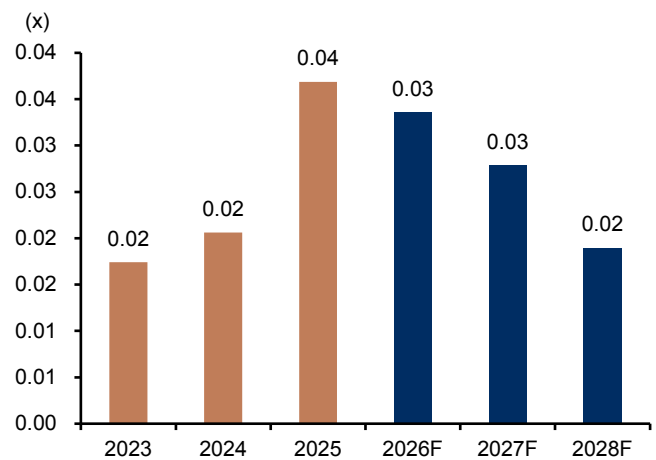
Source: Company data

Ex 11: EBITDA Vs. Capex



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 12: Net D/E Ratio



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 13: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	na	21.8	30.1	24.7	1.8	1.8	9.5	9.0	2.1	2.5
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	9.7	6.8	8.4	7.9	0.7	0.6	7.7	7.5	5.3	5.5
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	33.3	22.4	11.8	9.7	1.0	0.9	9.5	8.3	4.2	4.9
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	31.7	26.0	56.5	44.9	11.0	9.1	30.4	25.0	0.3	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	38.5	34.2	59.9	44.6	6.4	5.7	31.8	25.9	0.1	0.2
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	11.1	9.7	35.1	32.0	4.8	4.5	16.0	14.9	1.5	1.7
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	7.1	14.9	34.6	30.1	2.4	2.3	15.2	13.8	1.3	1.4
Ryman	RYM NZ	New Zealand	na	86.5	41.0	22.0	0.5	0.5	26.0	15.8	0.0	0.3
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	5.0	5.0	25.5	24.3	1.8	1.7	11.8	11.3	2.9	2.9
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	8.6	8.9	17.9	16.4	1.8	1.8	8.2	7.7	4.2	4.6
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	3.4	5.5	18.2	17.3	2.8	2.6	14.0	13.1	4.1	4.3
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	2.6	3.8	19.0	18.3	4.7	4.4	13.8	12.9	3.9	4.1
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	13.5	7.4	14.7	13.7	1.9	1.9	7.9	7.4	5.4	5.8
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	7.9	10.7	14.4	13.0	2.0	1.9	7.7	6.7	3.5	4.2
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	153.6	13.4	52.2	46.0	1.2	1.2	11.9	11.2	1.0	1.3
Average			25.1	18.5	29.3	24.3	3.0	2.7	14.8	12.7	2.7	2.9

Source: Bloomberg

Note: * ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 9 April 2026 closing prices

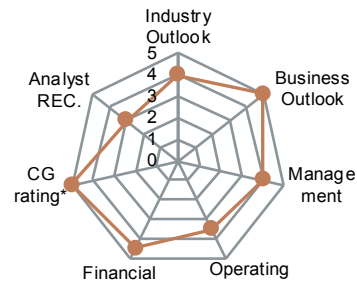
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: ttb wealth

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เนื่องจาก BDMS ดำเนินงานบริหารโรงพยาบาล 58 แห่ง ทั่วประเทศ (รวมทั้งกลุ่มพญาไท และเปาโล) และสองโรงพยาบาลในกัมพูชา จึงมีการกระจายความเสี่ยงของรายได้
- งบดุลค่อนข้างแข็งแกร่ง และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่ต่ำจะเพิ่มความสามารถในการขยายธุรกิจ และเข้าซื้อกิจการ

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นทำให้ประชาชนสามารถจับจ่ายใช้สอยมากขึ้นเพื่อให้ได้รับการบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพดีขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราการรักษาพยาบาลที่ต่ำและมีคุณภาพการรักษาพยาบาลที่สูงสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์
- การระบาดของโรค

W — Weakness

- เนื่องจากค่าเสื่อมราคามีสัดส่วนราว 6% ของรายได้ในปี 2025 กำไรของ BDMS จึงมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของรายได้ และสถานะเศรษฐกิจ

T — Threat

- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค อย่างเช่นโรงพยาบาลในประเทศ สิงคโปร์ มาเลเซีย และอินเดีย
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านการเมือง และนโยบายของภาครัฐ
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	25.47	20.50	-20%
Net profit 26F (Bt m)	16,656	16,382	-2%
Net profit 27F (Bt m)	17,742	17,280	-3%
Consensus REC	BUY: 27	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตของจำนวนผู้ป่วยไทยและต่างชาติ รวมทั้งผลตอบแทนจากโครงการในระยะยาว

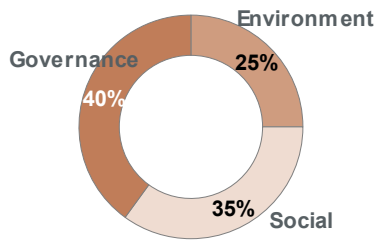
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลประโยชน์ของโรงพยาบาลใหม่อาจให้ผลตอบแทนต่ำกว่าหรือเร็วกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ หากมีการแข่งขันที่มากขึ้นหรือน้อยลงระหว่างโรงพยาบาลเอกชนเดิมที่อยู่ในอุตสาหกรรมหรือผู้ประกอบการรายใหม่ จะเป็นความเสี่ยงด้านลบและบวกต่อประมาณการของเรา
- จำนวนผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติต่ำหรือสูงกว่าที่เราคาดไว้
- หาก BDMS Wellness Clinic และ BDMS Silver Wellness & Residence ใช้เวลาในการกลับมามีกำไรช้าหรือเร็วกว่าที่เราคาด
- หาก Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมลดลงหรือเพิ่มขึ้น จะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

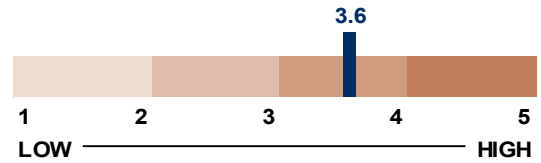
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
BDMS	YES	AAA	YES	3.58	AA	-	5.0

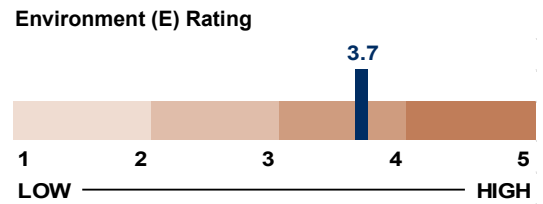
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- BDMS เป็นเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีโรงพยาบาลทั้งหมด 58 แห่ง เราให้คะแนน ESG ที่ดีแก่ BDMS ที่ 3.6 ซึ่งอยู่ใน 15 อันดับแรกของหุ้นที่เราทำบทวิเคราะห์ และสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงพยาบาลที่ 3.1 โดยเรามองว่าคะแนนสูงสุดอยู่ในด้านสังคม รองลงมาคือสิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแลกิจการ
- BDMS มีคะแนน ESG สูงที่สุดในกลุ่มโรงพยาบาล เรามองว่า BDMS เป็น ESG play ที่แข็งแกร่ง โดยมีรูปแบบธุรกิจสอดคล้องกับธีม ESG เราเชื่อว่าเป้าหมายที่ชัดเจน และการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของบริษัท จะช่วยให้ BDMS สามารถบรรลุการปล่อยก๊าซสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero emissions) ได้อย่างทันเวลาที่ สอดคล้องกับมาตรฐานสากล และเร็วกว่าคู่แข่ง
- โปรไฟล์ ESG ของ BDMS ขับเคลื่อนโดยมิติด้านสังคมที่แข็งแกร่ง ซึ่งสะท้อนผ่านเครือข่ายบริการด้านการแพทย์ที่ครอบคลุม มาตรฐานความปลอดภัยและคุณภาพผู้ป่วยสูง และแนวปฏิบัติด้านสิทธิมนุษยชนที่เข้มแข็ง ความแข็งแกร่งเหล่านี้ถูกฝังอยู่ในธุรกิจหลักของบริษัท ซึ่งช่วยสนับสนุนความสามารถในการแข่งขันและความยืดหยุ่นระยะยาวของ BDMS ในกลุ่มโรงพยาบาล
- มิติที่เราเห็นว่ามีความสำคัญที่สุดคือ การกำกับดูแลกิจการ ซึ่งยังคงเป็นจุดอ่อนที่สุดในโปรไฟล์ ESG ของ BDMS ความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่จำกัด ความหลากหลายของคณะกรรมการค่า และความกังวลที่ยังหลงเหลือจากปัญหาด้านธรรมาภิบาลในอดีต ยังคงส่งผลกระทบต่อคุณภาพด้านการกำกับดูแลกิจการ แม้ว่าจะมีการตั้งคณะกรรมการย่อย และการแยกบทบาทหน้าที่อย่างชัดเจนแล้วก็ตาม
- ความกังวลล่าสุดของนักลงทุนที่มีต่อ BDMS เกี่ยวกับการขายหุ้นอย่างต่อเนื่องโดยผู้ก่อตั้ง คือ นายประเสริฐ ประสาททองโอสถ แม้ว่าจำนวนหุ้นที่ขายจะไม่มากนัก ในมุมมองของเรา การหยุดขายหุ้นหรือการเปิดเผยข้อมูลที่ชัดเจนยิ่งขึ้นเกี่ยวกับการใช้เงินที่ได้จากการขายหุ้น จะช่วยบรรเทาความกังวลของตลาด ปรับปรุงภาพลักษณ์ด้าน ธรรมาภิบาลและการจัดอันดับ ESG ของบริษัท และสนับสนุนให้ราคาหุ้นมีทิศทางที่ดีขึ้น

We assign a high Environmental score of 3.7 to BDMS, supported by clear net-zero targets, adoption of renewable energy, and third-party-verified emissions disclosures. However, rising Scope 3 emissions and resource use from business expansion remain key challenges to monitor.

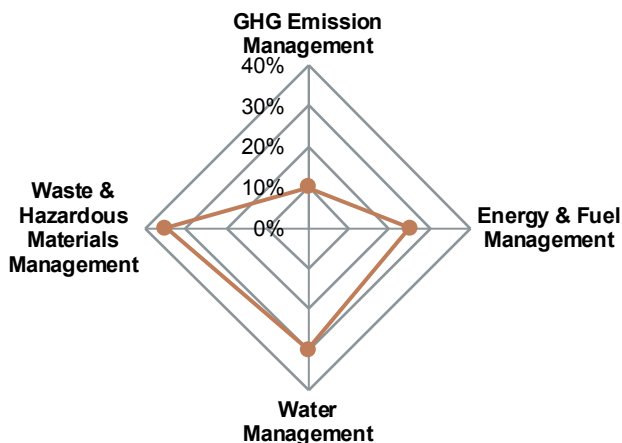


ENVIRONMENT **Our Comments**

- **GHG Emission Management**
- **Energy & Fuel Management**
- **Water Management**
- **Waste & Hazardous Materials Management**

- We assign an Environmental (E) score for BDMS at a high level of 3.7, above its peers' average of 2.9, due to it having a clear plan for managing environmental issues. BDMS also has a clear target to achieve net-zero emissions by 2050. Emissions are measured across Scopes 1-3, with third-party verification.
- BDMS aims to cut Scope 1 and 2 greenhouse gas emissions by at least 30% by 2030 from a 2022 base, supported by its BDMS Green Healthcare framework, wider use of renewable energy, and externally verified emissions disclosures. We view the clear targets and strong transparency as positives versus peers, although the sharp rise in Scope 3 emissions from business expansion remains a key risk to monitor.
- BDMS targets a 15% increase in electricity consumption from renewable energy by 2030 from the 2022 base year. The firm has installed solar rooftop systems at 34 locations, with a total capacity of nearly 12.8MW. These projects help reduce electricity costs and cut greenhouse gas emissions. BDMS also enforces energy management practices across its hospital network and has received external recognition such as the MEA Energy Award. We like BDMS's proactive investment in renewable energy, as it delivers both cost savings and emissions reduction. This is a practical and scalable approach for hospitals, although renewable energy still accounts for a small portion of total electricity use.
- BDMS targets a 10% reduction in water withdrawal by 2030 from the 2022 base, supported by water risk assessments, wastewater treatment, and recycling measures such as reusing treated water for gardening. We view this focus positively, although total water withdrawal continues to rise with business growth, posing execution risk to the absolute reduction target.
- BDMS targets a 30% increase in non-hazardous waste recovery by 2030 and promotes a Zero Waste to Landfill vision, applying the 5Rs (Reduce, Reuse, Recycle, Repair, Reject) principle. While the policy framework is strong, recent performance has weakened, with higher total waste and landfill disposal and lower recycling ratios, leaving outcomes behind ambition.

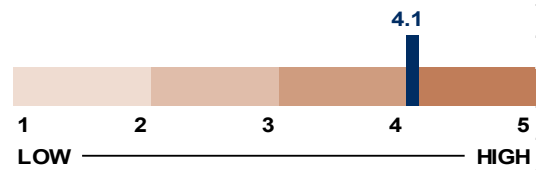
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign BCH a decent Social score of 3.3, though it is below the sector average of 3.6, reflecting solid patient safety standards and acceptable labor practices, but weaker performance in IT implementation, staff training, and brand positioning compared with higher-end peers.

Social (S) Rating



SOCIAL

Our Comments

- Human Rights & Community Relations
- Access & Affordability
- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Product Quality & Safety
- Fair Product Marketing & Labelling
- Operational Risk Management
- Health, Safety & Well-being
- Recruitment, Development & Retention

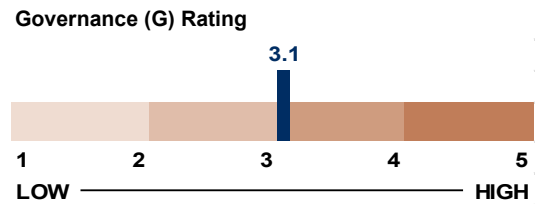
- We assign the highest Social (S) score of 4.1 to BDMS compared to its peers. This is due to BDMS’s strong service network, with 58 campuses in Thailand and two in Cambodia, covering a well-diversified range of market segments. It also offers five digital healthcare platforms for customers to access.
- BDMS emphasizes product quality and patient safety through high operational standards and continuous staff training, with all hospitals accredited by JCI and/or HA/Advanced HA. This focus is reflected in strong patient trust, with 92.4% of patients continuing treatment with BDMS in 2023. We view this as a key social strength, reinforcing BDMS’s reputation for clinical quality, patient safety, and long-term competitiveness in the healthcare sector.
- BDMS enforces a zero-tolerance approach to human rights, aligned with international standards and supported by due diligence across operations and supply chains. With no major violations reported, we view this as a strength that reduces legal and reputational risks.
- BDMS targets 4,500 healthcare access programs by 2030, delivering community health programs, preventive screenings, and large-scale BLS training across its network. We view this as a well-executed social contribution aligned with its core business and supportive of long-term trust.
- BDMS maintains consistently high patient satisfaction (90%+), supported by a structured CRM framework, regular feedback monitoring, and clear complaint and data privacy policies. We view this as a robust customer management system that supports service resilience amid rising competition and cost sensitivity.
- BDMS aims to minimize workplace accidents through strict safety standards and regular monitoring. With injury cases remaining low, we view its safety performance as solid and well managed.
- BDMS focuses on employee engagement and diversity, equality, and inclusion (DEI), targeting 85% participation by 2030 and supporting nearly 37,000 staff with welfare, training, and safety programs. Declining turnover and higher training investment are positives, although ongoing healthcare labor shortages require continued focus on employee well-being.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign a weaker Governance assessment to BDMS because limited board independence and legacy governance issues continue to weigh on its score of 3.1, despite clear role separation, established board committees, and a strong, innovation-driven business model.

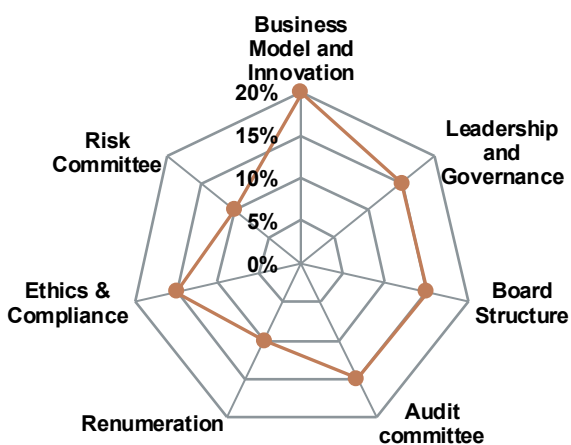


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY **Our Comments**

- **Business Model and Innovation**
- **Leadership and Governance**
- **Board Structure**
- **Audit committee**
- **Remuneration**
- **Ethics & Compliance**
- **Risk Committee**

- We view Governance (G) as the weakest pillar in BDMS’s ESG profile, reflecting shortcomings in board independence and lingering corporate governance concerns. BDMS has a governance score of 3.1, which is lower than its environmental and social scores. While we believe BDMS’s aggressive expansion strategy supports medium- to long-term business sustainability, governance remains a relative weakness. This is partly due to insufficient board independence and to a prior corporate governance issue involving stock price manipulation at Bangkok Airways in 2019, which continues to weigh on its overall governance perception.
- We assign a high score to BDMS’s business model and innovation because the company operates a resilient and scalable healthcare platform with a well-diversified hospital network that covers all market segments and offers a broad range of services. BDMS continuously enhances its value proposition through innovation in medical services, digital health solutions, and process improvements, supported by a strong culture of innovation and global collaboration. In addition, the BDMS Smart Healthcare framework, together with partnerships with startups and international partners, helps improve operational efficiency, patient experience, and long-term competitiveness. In our view, these strengths support sustainable earnings growth and reinforce BDMS’s competitive positioning over the medium to long term.
- We assign a moderate score for BDMS’s board structure. The board clearly separates policy-setting and oversight roles from day-to-day management. However, in our view, the board structure is not ideal from a governance best-practice perspective. While BDMS has an independent chairman, only six out of 15 directors are independent, which is below the commonly preferred two-thirds ratio. Board diversity is also limited, with two female directors, indicating scope for improvement in independence and diversity.
- BDMS has all key board sub-committees – Audit, Nomination and Remuneration, and Risk Management – with clear mandates and regular oversight of financial, compliance, and risk matters. We view this as a governance strength, although stronger overall board independence would further enhance their effectiveness.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	103,675	107,514	110,609	116,249	123,482
Cost of sales	68,071	71,261	73,445	77,015	81,683
Gross profit	35,604	36,253	37,165	39,234	41,799
% gross margin	34.3%	33.7%	33.6%	33.8%	33.9%
Selling & administration expenses	20,828	21,784	22,122	23,075	24,388
Operating profit	14,776	14,469	15,043	16,159	17,411
% operating margin	14.3%	13.5%	13.6%	13.9%	14.1%
Depreciation & amortization	6,132	6,848	7,049	7,320	7,554
EBITDA	20,465	20,862	21,667	23,062	24,558
% EBITDA margin	19.7%	19.4%	19.6%	19.8%	19.9%
Non-operating income	5,913	5,872	6,159	6,326	6,589
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(433)	(357)	(363)	(394)	(388)
Pre-tax profit	20,255	19,985	20,838	22,090	23,612
Income tax	3,792	3,694	4,001	4,330	4,675
After-tax profit	16,463	16,291	16,837	17,760	18,937
% net margin	15.9%	15.2%	15.2%	15.3%	15.3%
Shares in affiliates' Earnings	76	78	80	82	85
Minority interests	(552)	(520)	(535)	(562)	(597)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	15,987	15,848	16,382	17,280	18,424
Normalized profit	15,987	15,848	16,382	17,280	18,424
EPS (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
Normalized EPS (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2

*Mediocre earnings growth
in 2026-27F*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	23,659	23,109	23,217	23,619	24,654
Cash & cash equivalent	8,690	7,231	6,889	6,889	6,889
Account receivables	11,906	11,986	12,425	13,058	13,871
Inventories	2,603	3,422	3,421	3,165	3,357
Others	459	470	483	507	538
Investments & loans	2,464	2,945	2,945	2,945	2,945
Net fixed assets	93,849	99,552	106,053	111,475	116,902
Other assets	31,542	32,355	33,076	33,851	34,657
Total assets	151,514	157,961	165,291	171,890	179,159
LIABILITIES:					
Current liabilities:	22,014	23,629	23,868	24,538	25,394
Account payables	8,113	7,522	7,646	8,018	8,504
Bank overdraft & ST loans	2,500	3,500	4,420	4,342	4,136
Current LT debt	2,000	3,000	1,657	1,628	1,551
Others current liabilities	9,400	9,607	10,145	10,550	11,204
Total LT debt	5,999	3,000	4,972	4,884	4,653
Others LT liabilities	19,575	21,324	23,614	24,412	25,423
Total liabilities	47,588	47,952	52,454	53,834	55,470
Minority interest	3,890	4,114	4,650	5,212	5,809
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	11,803	13,966	13,966	13,966	13,966
Retained earnings	56,479	60,173	62,466	67,123	72,158
Shareholders' equity	100,037	105,894	108,187	112,844	117,879
Liabilities & equity	151,514	157,961	165,291	171,890	179,159

*More new hospitals in its
portfolio in 2026-28*

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT*Strong cash flow from operation but...*

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	20,255	19,985	20,838	22,090	23,612
Tax paid	(3,951)	(3,758)	(3,901)	(4,286)	(4,563)
Depreciation & amortization	5,689	6,392	6,624	6,903	7,147
Chg In working capital	680	(1,490)	(313)	(6)	(518)
Chg In other CA & CL / minorities	(70)	28	505	419	596
Cash flow from operations	22,604	21,158	23,754	25,121	26,274
Capex	(12,513)	(12,096)	(13,125)	(12,325)	(12,575)
Right of use	78	271	(75)	(83)	(93)
ST loans & investments	3	14	0	0	0
LT loans & investments	(356)	(481)	0	0	0
Adj for asset revaluation	291	2,163	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	798	665	1,644	106	298
Cash flow from investments	(11,698)	(9,464)	(11,556)	(12,302)	(12,370)
Debt financing	1	(1,000)	1,549	(195)	(515)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(11,119)	(11,917)	(14,089)	(12,624)	(13,389)
Warrants & other surplus	(564)	(237)	0	0	0
Cash flow from financing	(11,682)	(13,153)	(12,540)	(12,819)	(13,904)
Free cash flow	10,906	11,694	12,198	12,819	13,904

VALUATION*...fairly valued, in our view*

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	18.7	18.9	18.2	17.3	16.2
Normalized PE - at target price (x)	20.4	20.6	19.9	18.9	17.7
PE (x)	18.7	18.9	18.2	17.3	16.2
PE - at target price (x)	20.4	20.6	19.9	18.9	17.7
EV/EBITDA (x)	14.7	14.4	14.0	13.1	12.3
EV/EBITDA - at target price (x)	16.0	15.7	15.2	14.3	13.4
P/BV (x)	3.0	2.8	2.8	2.6	2.5
P/BV - at target price (x)	3.3	3.1	3.0	2.9	2.8
P/CFO (x)	13.2	14.1	12.6	11.9	11.4
Price/sales (x)	2.9	2.8	2.7	2.6	2.4
Dividend yield (%)	4.0	5.3	4.1	4.3	4.6
FCF Yield (%)	3.7	3.9	4.1	4.3	4.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
EPS	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
DPS	0.8	1.0	0.8	0.8	0.9
BV/share	6.3	6.7	6.8	7.1	7.4
CFO/share	1.4	1.3	1.5	1.6	1.7
FCF/share	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	6.8	3.7	2.9	5.1	6.2
Net profit (%)	11.3	(0.9)	3.4	5.5	6.6
EPS (%)	11.3	(0.9)	3.4	5.5	6.6
Normalized profit (%)	11.3	(0.9)	3.4	5.5	6.6
Normalized EPS (%)	11.3	(0.9)	3.4	5.5	6.6
Dividend payout ratio (%)	74.6	100.3	75.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	34.3	33.7	33.6	33.8	33.9
Operating margin (%)	14.3	13.5	13.6	13.9	14.1
EBITDA margin (%)	19.7	19.4	19.6	19.8	19.9
Net margin (%)	15.9	15.2	15.2	15.3	15.3
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)	34.1	40.6	41.4	41.0	44.9
Interest coverage - EBITDA (x)	47.2	58.5	59.6	58.5	63.3
ROA - using norm profit (%)	10.8	10.2	10.1	10.2	10.5
ROE - using norm profit (%)	16.4	15.4	15.3	15.6	16.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	16.8	15.8	15.7	16.1	16.4
- asset turnover (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	20.0	18.9	19.2	19.3	19.4
- leverage (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
- interest burden (%)	97.9	98.2	98.3	98.2	98.4
- tax burden (%)	81.3	81.5	80.8	80.4	80.2
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	12.4	11.6	11.2	11.6	12.0
NOPAT (Bt m)	12,010	11,795	12,155	12,992	13,964
invested capital (Bt m)	101,846	108,163	112,347	116,809	121,329

Sources: Company data, ttb wealth 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. 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 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 disseminated 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.

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.

90-100		Excellent
80-89		Very Good
70-79		Good
60-69		Satisfactory
50-59		Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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.

"บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ("บล.ทีทีบี เบลู") โดยใช้ข้อมูลจาก แนนโวมูร์กิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

ttb wealth research team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA

pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

รวิสราร สุวรรณอำไพ

rawisara.suw@ttbwealth.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

narinorn.kla@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

sittichet.run@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA

adisak.phu@ttbwealth.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศกดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

saksid.pha@ttbwealth.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA

chod.rea@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ

rata.lim@ttbwealth.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย

siriporn.aru@ttbwealth.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

lapinee.dib@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชนันท์ ธรรมบำรุง

witchanan.tam@ttbwealth.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th