

Fundamental Story

Bangkok Dusit Medical Services Pcl (BDMS TB) - HOLD

Analyst Meeting

Siriporn Arunothai | Email: siriporn.aru@ttbwealth.co.th

โครงการ WellEra

- โครงการ WellEra จะช่วยหนุนการเติบโตระยะยาวของ BDMS
- คาดว่าจะช่วยเพิ่มการเติบโตของรายได้ราว 1% ต่อปี
- เงินลงทุน 2.9 หมื่นลบ. ไม่น่าจะส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินของบริษัท
- คงคำแนะนำ “ถือ” ด้วย EPS ชะลอตัวและมูลค่าหุ้นอยู่ในระดับเหมาะสมแล้ว

เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา BDMS ได้จัดประชุมนักวิเคราะห์เพื่อให้รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับโครงการ WellEra (เดิมชื่อ Silver Wellness & Residence) โดยผู้บริหารมองว่าโครงการนี้เป็นการต่อยอดจากธุรกิจโรงพยาบาลของบริษัท และเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตในระยะยาว โดยได้แรงหนุนจากการเติบโตที่แข็งแกร่งขึ้นตลาด wellness บริษัทคาดว่า WellEra จะช่วยเพิ่มอัตราการเติบโตของรายได้ของ BDMS ได้ประมาณ 1% ต่อปี แม้ว่าจะมีการลงทุนเพิ่มเติมอีก 5.5 พันลบ. (ต้นทุนโครงการรวมอยู่ที่ 2.9 หมื่นลบ.) ผู้บริหารคาดว่าจะไม่ส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินของบริษัท โดยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) จะยังคงต่ำกว่า 0.3 เท่า และไม่มีผลกระทบต่อ ROE หรือการจ่ายเงินปันผล เรามองว่า WellEra จะช่วยหนุนการเติบโตระยะยาวของ BDMS แม้ว่าอาจมีความเสี่ยงด้านการดำเนินงานในช่วงเริ่มต้นของโครงการ อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่าโครงการดังกล่าวจะส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อกำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้า เรายังคงคำแนะนำ “ถือ” BDMS เนื่องจากคาดว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) ในปี 2026-27F จะชะลอตัวเพียง 4% ต่อปี ขณะที่ 2026F PE ที่ 17.8 เท่า ถือว่าอยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว

- BDMS มองเห็นโอกาสในการรองรับอุปสงค์และการเติบโตที่แข็งแกร่งของอุตสาหกรรม Wellness ในประเทศไทย ซึ่งเติบโตเฉลี่ย 10% ต่อปีในช่วงปี 2023-24 โดยเฉพาะในกลุ่มการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ (wellness tourism) ที่เติบโต 36%, อสังหาริมทรัพย์เพื่อสุขภาพ (wellness real estate) เติบโต 23% และบริการสปาเติบโต 18% โครงการใหม่นี้ยังจะช่วย BDMS สามารถขยายบริการ wellness ให้ครอบคลุมมากขึ้น นอกจากบริการที่มีอยู่ในปัจจุบันของ BDMS Wellness Clinic บนถนนวิภาวดี อีกทั้งยังช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้กับระบบนิเวศของบริษัท ซึ่งจะสนับสนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาวอีกด้วย
- WellEra ตั้งอยู่ที่หัวมุมถนนสารสินและถนนหลังสวน ตรงข้ามสวนลุมพินี เป็นโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อสุขภาพแบบมิกซ์ยูส ประกอบด้วย Wellness Residence (262 ยูนิต ราคาขาย 400,000 บาท/ตร.ม.) Wellness Clinic, an Urban Wellness Retreat (168 ห้อง) และ Premium Lifestyle Mall (พื้นที่ขายสุทธิ 16,000 ตร.ม.) โครงการมีพื้นที่ทั้งหมด 13 ไร่
- เงินลงทุนรวมของโครงการจะเพิ่มขึ้น 5.5 พันลบ. จาก 23.5 พันลบ. เป็น 29 พันลบ. ประกอบด้วยค่าเช่าที่ดิน 9.1 พันลบ. จากสำนักทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์ และค่าก่อสร้างและอุปกรณ์ 19.9 พันลบ. การเพิ่มขึ้นนี้เกิดจาก: 1) ขนาดโครงการที่ใหญ่ขึ้น โดยพื้นที่ใช้สอยรวมขยายจาก 170,000 ตารางเมตร เป็น 207,202 ตารางเมตร เพื่อเพิ่มมูลค่าเชิงพาณิชย์และสนับสนุนกลยุทธ์ wellness ของ BDMS และ 2) ค่าใช้จ่ายในการก่อสร้างที่สูงขึ้น (คิดเป็นประมาณ 10% ของเงินลงทุนเพิ่มเติม)

Key Valuations

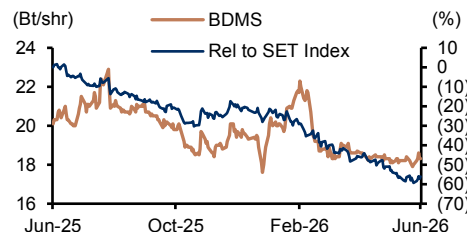
Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Revenue	107,514	110,609	116,249	123,482
Net profit	15,848	16,382	17,280	18,424
Norm net profit	15,848	16,382	17,280	18,424
Norm EPS (Bt)	1.0	1.0	1.1	1.2
Norm EPS gr (%)	(0.9)	3.4	5.5	6.6
Norm PE (x)	18.4	17.8	16.8	15.8
EV/EBITDA (x)	14.0	13.6	12.8	12.0
P/BV (x)	2.7	2.7	2.6	2.5
Div. yield (%)	5.5	4.2	4.5	4.8
ROE (%)	15.4	15.3	15.6	16.0
Net D/E (%)	2.1	3.7	3.4	2.8

Source: ttb wealth estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	18.3
Target price (Bt)	20.5
Market cap (US\$ m)	8,854
Avg daily turnover (US\$ m)	40.3
12M H/L price (Bt)	22.9/17.6

Price Performance



Source: Bloomberg

Fundamental Story

- โครงการนี้ได้รับการอนุมัติการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) แล้ว และปัจจุบันอยู่ระหว่างการก่อสร้าง (เสร็จสมบูรณ์แล้ว 3%) โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จสมบูรณ์ในปี 2030 Wellness Clinic, Wellness Retreat และ Premium Lifestyle Mall มีกำหนดเปิดให้บริการในปี 2029 ขณะที่ที่พักอาศัย Wellness Residence คาดว่าจะแล้วเสร็จและพร้อมโอนกรรมสิทธิ์ในปี 2030
- สำหรับโครงการ Wellness Residence มูลค่าโครงการโดยรวมคาดการณ์อยู่ที่ 22-23 พันลบ. BDMS จะร่วมมือกับ CAPELLA ในการบริหารจัดการโครงการ กลุ่มลูกค้าเป้าหมายประกอบด้วยผู้ซื้อทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติในสัดส่วน 50:50 BDMS เชื่อว่ามีโครงการที่อยู่อาศัยหลายแห่งตั้งอยู่ใกล้เคียง แต่โครงการของบริษัทมีความโดดเด่นตรงที่เน้นด้านสุขภาพและวิทยาศาสตร์ โดยมี wellness เป็นหัวใจหลัก
- EBITDA margin สำหรับโครงการที่พักอาศัยคาดว่าจะเกิน 25% ขณะที่อัตรากำไรสำหรับส่วนประกอบอีกสามส่วนคาดว่าจะต่ำกว่าเล็กน้อย โดยรวมแล้ว โครงการ WellEra คาดว่าจะให้ EBITDA margin มากกว่า 20% The Wellness Clinic, Wellness Retreat และ Premium Lifestyle Mall คาดว่าจะถึงจุดคุ้มทุนระดับ EBITDA ในปี 2030
- อัตราผลตอบแทนภายใน (IRR) ของโครงการลดลงจาก 11-12% ก่อนหน้านี้ เหลือเพียงตัวเลขหลักเดียวสูง เนื่องจากต้นทุนการก่อสร้างที่เพิ่มสูงขึ้น
- ผู้บริหารคาดว่าโครงการนี้จะไม่ส่งผลกระทบต่อกำไรของ BDMS ในปี 2026-28F ในปี 2029 อัตรากำไรอาจได้รับผลกระทบเล็กน้อยเนื่องจากการจ่ายเงินลงทุนสูงสุด โดยส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับค่าเช่าที่ดินและค่าก่อสร้าง อย่างไรก็ตาม BDMS คาดว่าอัตรากำไรจะฟื้นตัวกลับสู่ระดับปกติในปี 2030 ขณะที่ผู้บริหารคาดว่าโครงการนี้จะไม่ส่งผลกระทบต่อ ROE หรือการจ่ายเงินปันผลของ BDMS ผู้บริหารคาดว่า WellEra จะช่วยเพิ่มการเติบโตของรายได้ของ BDMS ประมาณ 1% ต่อปีในปี 2030-34 และคาดว่าจะมีส่วนรายได้จากรูทิจ wellness จะเพิ่มขึ้นจาก 12% ในปี 2025 เป็น 20% ในปี 2035
- BDMS จะใช้กระแสเงินสดภายในและเงินกู้ยืมเพื่อเป็นทุนในการดำเนินโครงการ ผู้บริหารคาดว่าจะไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อฐานะการเงินของบริษัท โดยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิจะยังคงต่ำกว่า 0.3 เท่า แม้ในปี 2029 ซึ่งคาดว่าจะเป็นที่มีการลงทุนสูงสุด
- ในมุมมองของเรา การพัฒนาโครงการนี้จะช่วยให้ BDMS ขยายตัว และคว้าโอกาสในตลาดธุรกิจ wellness ที่มีการเติบโตสูง พร้อมทั้งสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นจากเงินสดส่วนเกินที่มีอยู่ เราคาดว่าโครงการนี้จะสร้างมูลค่าระยะยาวให้กับ BDMS แม้ว่าอาจส่งผลกระทบต่อกำไรในระยะกลางเนื่องจากการขาดทุนในช่วงเริ่มต้นธุรกิจจากรูทิจ wellness และโรงแรมในช่วงปีแรก ๆ ของการดำเนินงาน
- การลงทุนในโครงการไม่น่าจะสร้างภาระทางการเงินที่สำคัญให้กับ BDMS บริษัทมีสถานะเกือบเป็นเงินสดสุทธิ (อัตราส่วน D/E อยู่ที่ 0.1 เท่าในปี 2025) และด้วย EBITDA ต่อปีที่ 24.5 พันลบ. ในปี 2026-30 เราเชื่อว่าบริษัทจะสามารถรองรับการลงทุนได้อย่างสบาย

Fundamental Story

- เรายังคงแนะนำ “ถือ” BDMS เนื่องจาก EPS ที่คาดว่าจะมีการเติบโตที่ชะลอลงตัวมาอยู่ที่ 4% ต่อปี ในปี 2026-27F สะท้อนถึงการเติบโตของรายได้ที่ลดลง และต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่อง ที่ 17.8 เท่า 2026E PE เรายังมองว่าการประเมินมูลค่าปัจจุบันนั้นสมเหตุสมผลแล้ว

Ex 1: Project Details



Source: Company data

Ex 2: Project Construction Timeline

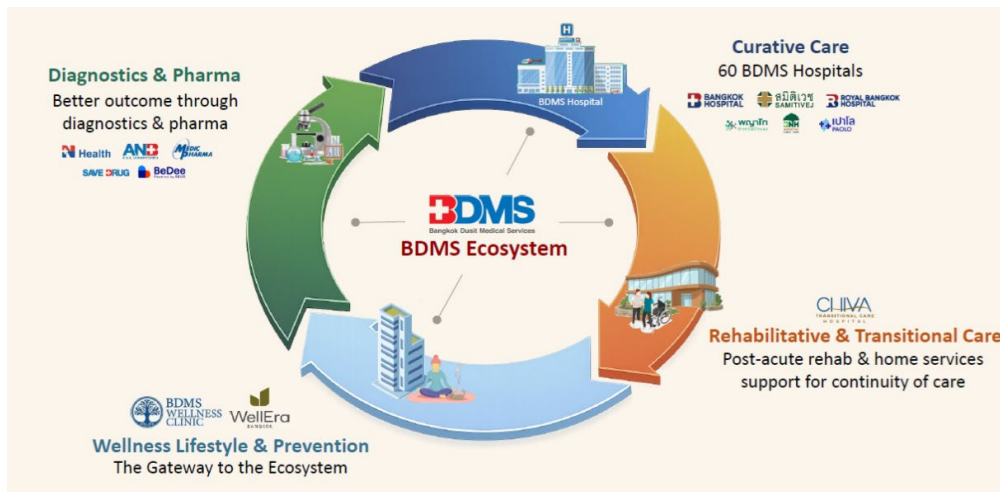
WellEra Project Timeline



Source: Company data

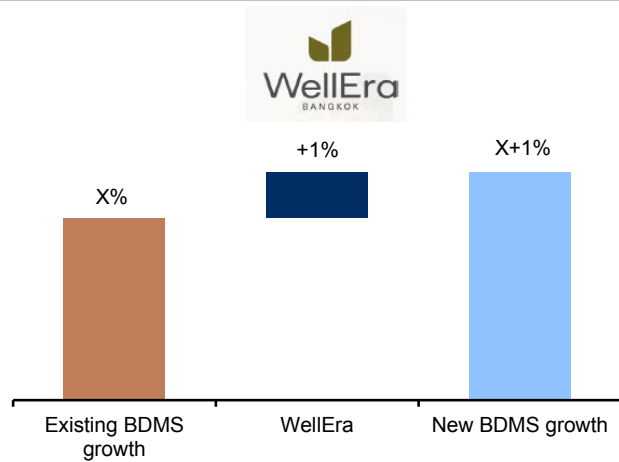
Fundamental Story

Ex 3: BDMS Ecosystem



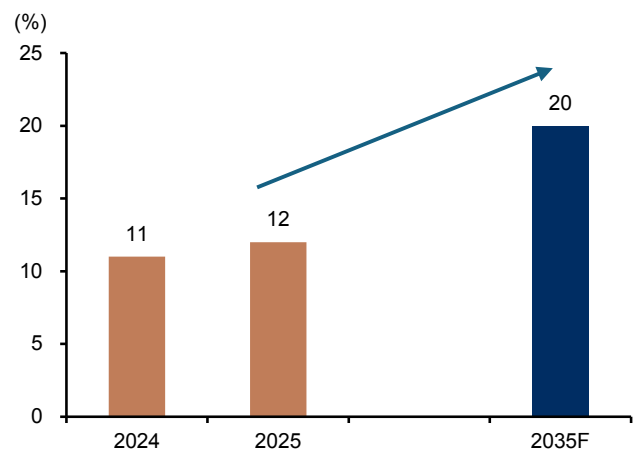
Sources: Company data

Ex 4: WellEra To Uplift BDMS's Revenue In 2030-34



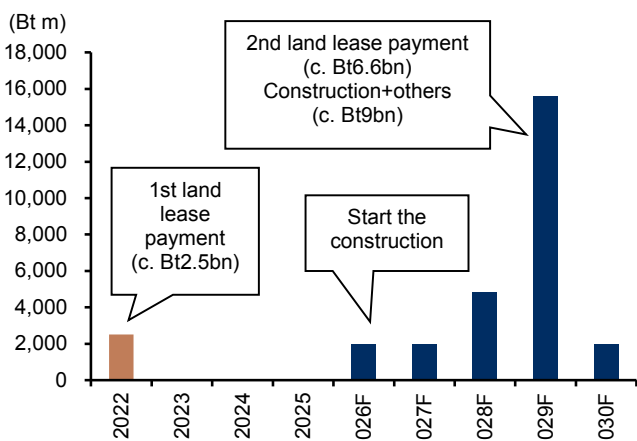
Source: Company data

Ex 5: Wellness Revenue Contribution



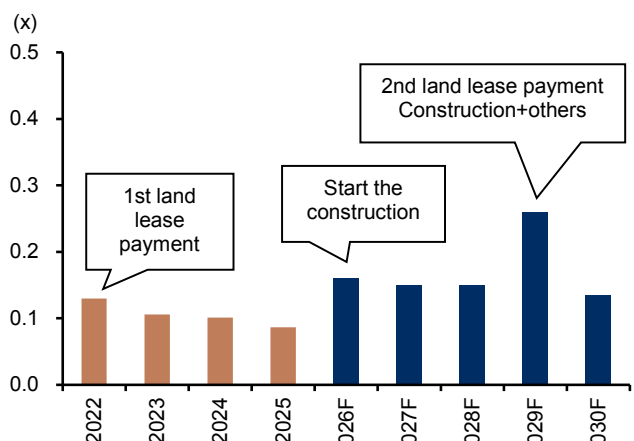
Source: Company data

Ex 6: WellEra Capex Plan



Source: Company data

Ex 7: BDMS's D/E



Source: Company data

Note: BDMS's debt covenant < 1.75x

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 แนวโน้มธุรกิจ, 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 และนักวิเคราะห์ที่ไม่มีส่วนได้เสีย 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 เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน ttbwealth ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เบิร์กฮาร์ด ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPFTH) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แอสสิริ จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"