**HOLD** (Unchanged)

**Change in Numbers**

**TP: Bt 21.00** (From: Bt 20.50)

**Upside : 6.6%**

# Bangkok Dusit Medical Serv. (BDMS TB)

## แนวโน้มการเติบโตค่อนข้างจำกัด

**เราคงแนะนำ "ถือ" BDMS เนื่องจากการเติบโตค่อนข้างจำกัด โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยราว 5% ในปี 2026-28F ขณะที่จำนวนผู้ป่วยยังคงอ่อนแอ และบริษัทมีแผนเพิ่มการลงทุนเป็น 2.9 หมื่นลบ. สำหรับโครงการ WellEra ที่ 2027F PE ที่ 18.2 เท่า เรามองว่า BDMS ซื้อขายที่มูลค่าเหมาะสมแล้ว**

**SIRIPORN ARUNOTHAI**
662-779-9119
siriporn.aru@ttbwealth.co.th

**ขาดปัจจัยผลักดัน คงคำแนะนำ "ถือ"**

เราคงคำแนะนำ "ถือ" BDMS เนื่องจากยังขาดปัจจัยหนุนราคาหุ้น และมูลค่าหุ้นอยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว 1) เราคาดว่ากำไรมีแนวโน้มเติบโตเฉลี่ยเพียง 5% ในปี 2026-28F จากจำนวนผู้ป่วยยังคงอ่อนแอ BDMS เป็นเครือโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในไทย โดยมีจำนวนเตียงให้บริการ 6,727 เตียง และมีฐานผู้ป่วยทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติอยู่ในระดับสูงอยู่แล้ว ทำให้การเติบโตของจำนวนผู้ป่วยในอนาคตมีข้อจำกัดมากขึ้น 2) BDMS ยังเพิ่มงบลงทุนในโครงการ WellEra เป็น 2.9 หมื่นลบ. จากเดิม 2.35 หมื่นลบ. โครงการนี้จะยังไม่สร้างกำไรในระยะปานกลาง เนื่องจากมีกำหนดเปิดในปี 2030 อีกทั้งด้วยขนาดโครงการที่ใหญ่และเป็นโครงการแบบ มิกซ์ยูส (Mixed-use) จึงอาจเพิ่มความเสี่ยงทั้งในด้านการดำเนินโครงการและการลงทุนได้ 3) ที่ 2027F PE ที่ 18.2 เท่า เรามองว่าหุ้นไม่น่าสนใจ ทั้งนี้เราได้ปรับกำไรปี 2026-28F ลง 0.4–0.7% เพื่อสะท้อนสมมติฐานผู้ป่วยไทยและต่างชาติที่ต่ำลง และการเพิ่มงบลงทุนใน WellEra อย่างไรก็ดี เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 21.00 บาท จากการปรับมาใช้ปีฐาน 2027F จากเดิม 20.50 บาท

**การเติบโตของกำไรชะลอตัวลง**

เราคาดว่า EPS ของ BDMS จะเติบโต 2.9/5.3/6.5% ในปี 2026-28F โดยมีปัจจัยหนุนหลัก ได้แก่ 1) รายได้เติบโต 2.0/5.3/6.2% จากรายได้จากผู้ป่วยโรคร้ายแรงที่เพิ่มขึ้นทั้งจากผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติ 2) EBIT margin ขยายตัวเป็น 13.6/13.9/14.1% จาก 13.5% ในปี 2025 จากการประหยัดต่อขนาด และไม่มีการบันทึกตั้งสำรองพิเศษเหมือนในปี 2025 และ 3) ผลขาดทุนของโรงพยาบาลที่เปิดใหม่ในปี 2024-25 ลดลง โดยในปี 2025 BDMS ได้บันทึกค่าใช้จ่ายตั้งสำรองรวม 416 ลบ. (ก่อนหักภาษี) ซึ่งประกอบด้วยค่าใช้จ่ายจากเหตุอุทกภัยที่โรงพยาบาลกรุงเทพหาดใหญ่ โครงการดูแลทางการแพทย์ตลอดชีวิต รางวัลพนักงานที่ทำงานมานาน และการตัดจำหน่ายสินทรัพย์

**ผู้ป่วยมีแนวโน้มอ่อนแอ**

รายได้ทรงตัว y-y ใน 1Q26 เนื่องจากจำนวนผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติลดลง จำนวนผู้ป่วยทั้งสองกลุ่มได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจในประเทศที่ชะลอตัว การบังคับใช้มาตรการร่วมจ่ายค่ารักษาพยาบาล ข้อพิพาทชายแดนไทย-กัมพูชา และสงครามอิหร่าน โดยปกติแล้วผู้ป่วยจากตะวันออกกลางและกัมพูชาคิดเป็น 4% และ 3% ของรายได้ตามลำดับ รายได้จากผู้ป่วยไทยและต่างชาติเติบโตเพียง 1% ใน 2Q26 การชะลอตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติยังเป็นอุปสรรคสำคัญ เนื่องจากมีโรงพยาบาล 21 แห่งในกรุงเทพฯ และโรงพยาบาล 37 แห่งใน 19 จังหวัดและเมืองท่องเที่ยวสำคัญ เราคาดว่าผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติจะเติบโต 0.8/2.0/3.0% และ -1.4/3.1/3.0% ในปี 2026-28F ตามลำดับ

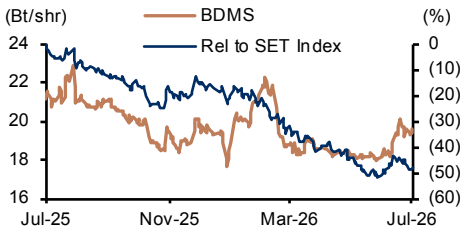
**โครงการเวลล์เอรา (WellEra)**

โครงการเวลล์เอรา (WellEra) มูลค่า 2.9 หมื่นลบ. ของ BDMS ประกอบด้วย โรงแรม ร้านค้าปลีก เวลล์เนส และที่พักอาศัย ตั้งอยู่บนที่ดินเช่า 13 ไร่ (30+30 ปี) ในย่านสารสินและหลังสวน ใจกลางธุรกิจกรุงเทพฯ โครงการนี้ได้รับการสนับสนุนทางการเงินจากกระแสเงินสดภายใน (EBITDA 2.45 หมื่นลบ. ต่อปี ในปี 2026-30F) และเงินกู้ยืม เราสมมติให้มูลค่าโครงการอยู่ที่ 0.8 บาทต่อหุ้น ซึ่งรวมอยู่ในราคาเป้าหมายของเราแล้ว

**COMPANY VALUATION**

| Y/E Dec (Bt m) | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|
| Sales | 107,514 | 109,611 | 115,402 | 122,577 |
| Net profit | 15,848 | 16,314 | 17,176 | 18,289 |
| Consensus NP | — | 16,259 | 17,252 | 18,096 |
| *Diff frm cons (%)* | — | *0.3* | *(0.4)* | *1.1* |
| Norm profit | 15,848 | 16,314 | 17,176 | 18,289 |
| Prev. Norm profit | — | 16,382 | 17,280 | 18,424 |
| *Chg frm prev (%)* | — | *(0.4)* | *(0.6)* | *(0.7)* |
| Norm EPS (Bt) | 1.00 | 1.03 | 1.08 | 1.15 |
| Norm EPS grw (%) | (0.9) | 2.9 | 5.3 | 6.5 |
| Norm PE (x) | 19.8 | 19.2 | 18.2 | 17.1 |
| EV/EBITDA (x) | 15.1 | 14.7 | 13.8 | 13.0 |
| P/BV (x) | 3.0 | 2.9 | 2.8 | 2.7 |
| Div yield (%) | 5.1 | 3.9 | 4.1 | 4.4 |
| ROE (%) | 15.4 | 15.2 | 15.6 | 15.9 |
| Net D/E (%) | 2.1 | 2.6 | 2.0 | 3.7 |

**PRICE PERFORMANCE**




**COMPANY INFORMATION**

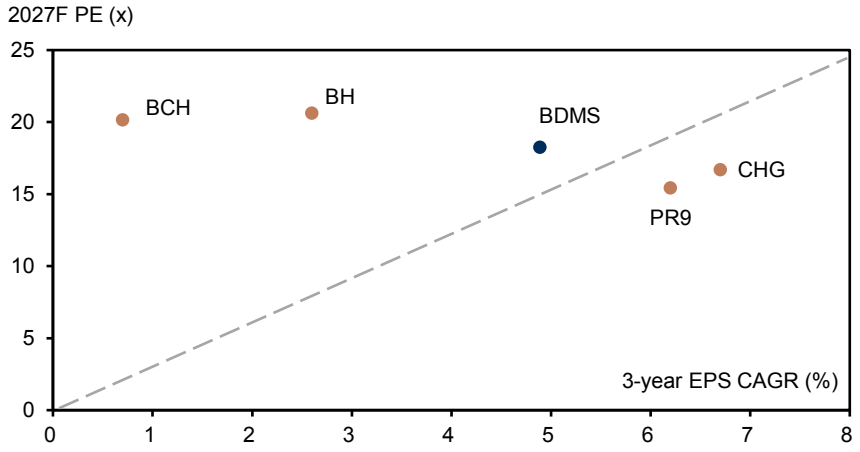
| | |
|---|---|
| Price *as of* 17-Jul-26 (Bt) | 19.70 |
| Market Cap (US$ m) | 9,313.8 |
| Listed Shares (m shares) | 15,892.0 |
| Free Float (%) | 83.5 |
| Avg. Daily Turnover (US$ m) | 41.7 |
| 12M Price H/L (Bt) | 22.90/17.60 |
| Sector | Health Care |
| Major Shareholder | Prasartthongosot Family 15.09% |

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

**ESG Summary Report ..... P10**

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

### Ex 1: Valuation Comparison




Sources: Bloomberg, ttb wealth estimates

### Ex 2: 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 | 11,420,408 | 11,648,817 | 11,998,281 |
| - Old | | | 11,307,335 | 11,476,945 | 11,821,253 |
| *- Change (%)* | | | *1.0* | *1.5* | *1.5* |
| **Thai patients - IPD (people/year)** | | | | | |
| - New | 493,402 | 486,126 | 461,820 | 468,747 | 482,809 |
| - Old | | | 486,126 | 493,418 | 508,220 |
| *- Change (%)* | | | *(5.0)* | *(5.0)* | *(5.0)* |
| **Foreign patients - OPD (people/year)** | | | | | |
| - New | 1,726,085 | 1,717,690 | 1,691,925 | 1,742,682 | 1,794,963 |
| - Old | | | 1,709,102 | 1,760,375 | 1,813,186 |
| *- Change (%)* | | | *(1.0)* | *(1.0)* | *(1.0)* |
| **Foreign patients - IPD (people/year)** | | | | | |
| - New | 67,621 | 69,638 | 71,031 | 74,582 | 77,566 |
| - Old | | | 71,031 | 74,582 | 77,566 |
| *- Change (%)* | | | — | — | — |
| **Normalized profit (Bt m)** | | | | | |
| - New | 15,987 | 15,848 | 16,314 | 17,176 | 18,289 |
| - Old | | | 16,382 | 17,280 | 18,424 |
| *- Change (%)* | | | *(0.4)* | *(0.6)* | *(0.7)* |

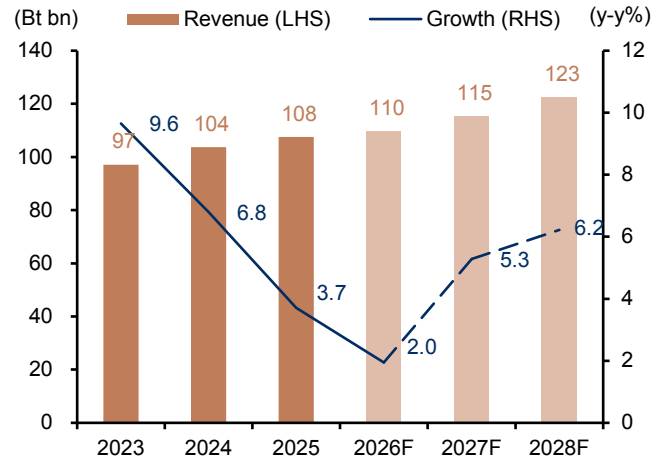
Sources: Company data, ttb wealth estimates

### Ex 3: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2027F

| (Bt m) | | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | 2032F | 2033F | 2034F | 2035F | 2036F | 2037F | Terminal value |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EBITDA | | 22,874 | 24,387 | 25,641 | 28,294 | 30,069 | 31,371 | 32,758 | 34,685 | 36,235 | 38,491 | 41,041 | — |
| Free cash flow | | 14,144 | 11,652 | 9,872 | 19,915 | 21,793 | 22,901 | 23,834 | 25,125 | 26,316 | 27,868 | 27,763 | 464,949 |
| PV of free cash flow | | 14,105 | 9,973 | 7,817 | 14,589 | 14,770 | 14,356 | 13,822 | 13,480 | 13,063 | 12,795 | 11,793 | 197,491 |
| Risk-free rate (%) | 2.5 | | | | | | | | | | | | |
| Market risk premium (%) | 8.0 | | | | | | | | | | | | |
| Beta | 0.7 | | | | | | | | | | | | |
| WACC (%) | 8.1 | | | | | | | | | | | | |
| Terminal growth (%) | 2.0 | | | | | | | | | | | | |
| Enterprise value - add investments | 338,053 | | | | | | | | | | | | |
| Net debt (2026F) | 2,937 | | | | | | | | | | | | |
| Minority interest | 4,645 | | | | | | | | | | | | |
| Equity value | 330,471 | | | | | | | | | | | | |
| # of shares (m) | 15,892 | | | | | | | | | | | | |
| **Target price/share (Bt)** | **21.00** | | | | | | | | | | | | |

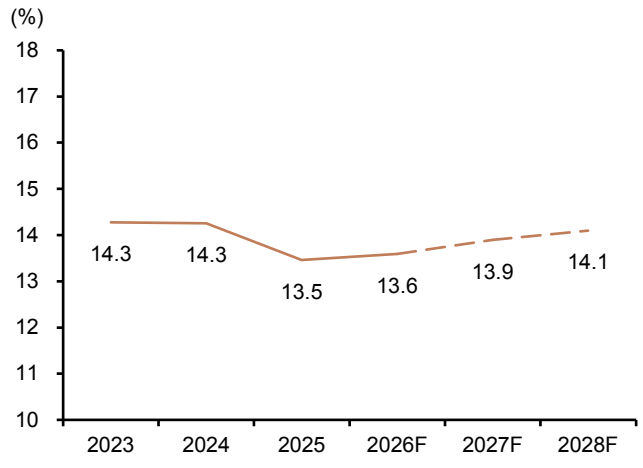
Sources: Company data, ttb wealth estimates

### Ex 4: Revenue Growth



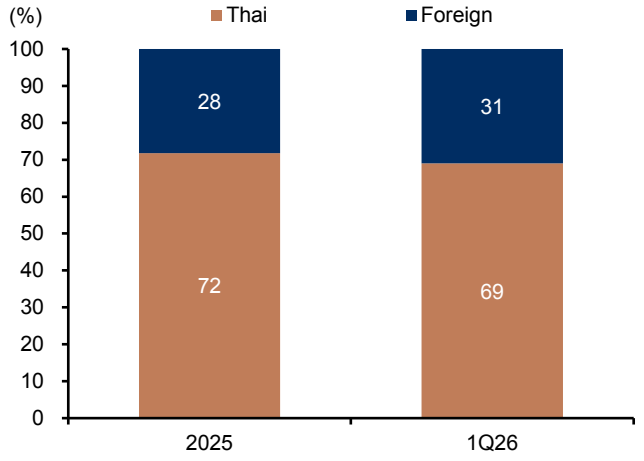

Sources: Company data, ttb wealth estimates

### Ex 5: EBIT Margin Expansion



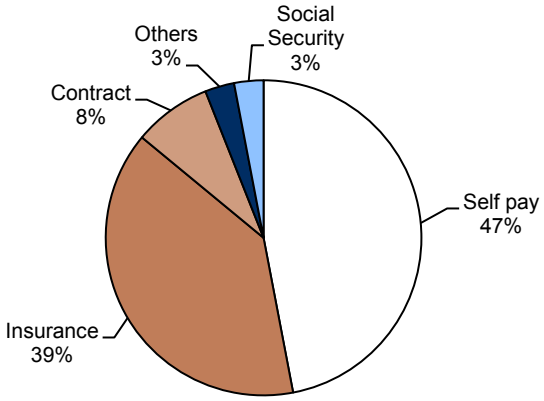

Sources: Company data, ttb wealth estimates

### Ex 6: Revenue Mix



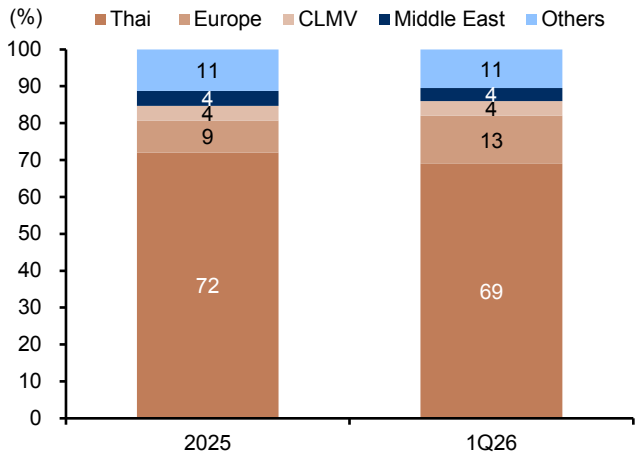

Source: Company data

### Ex 7: Revenue Breakdown By Payor Type In 1Q26



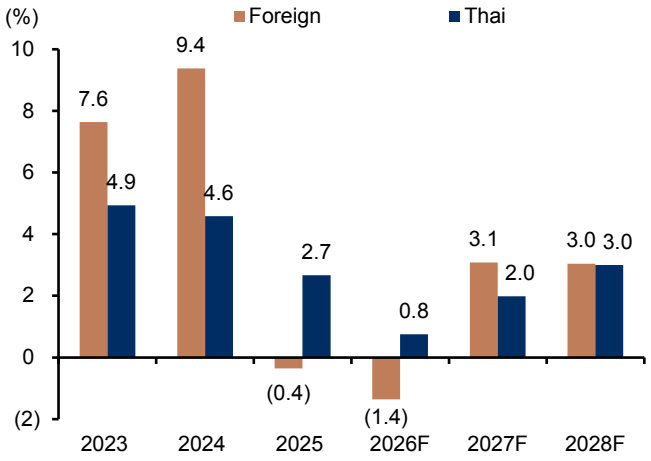

Source: Company data

### Ex 8: Revenue Breakdown By Nationality



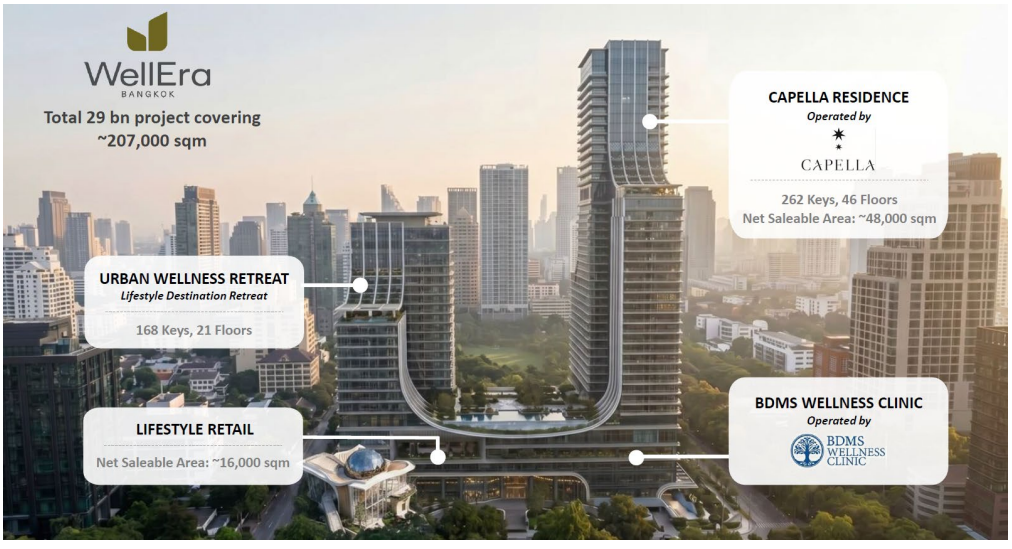

Source: Company data

### Ex 9: Thai And International Patient Growth



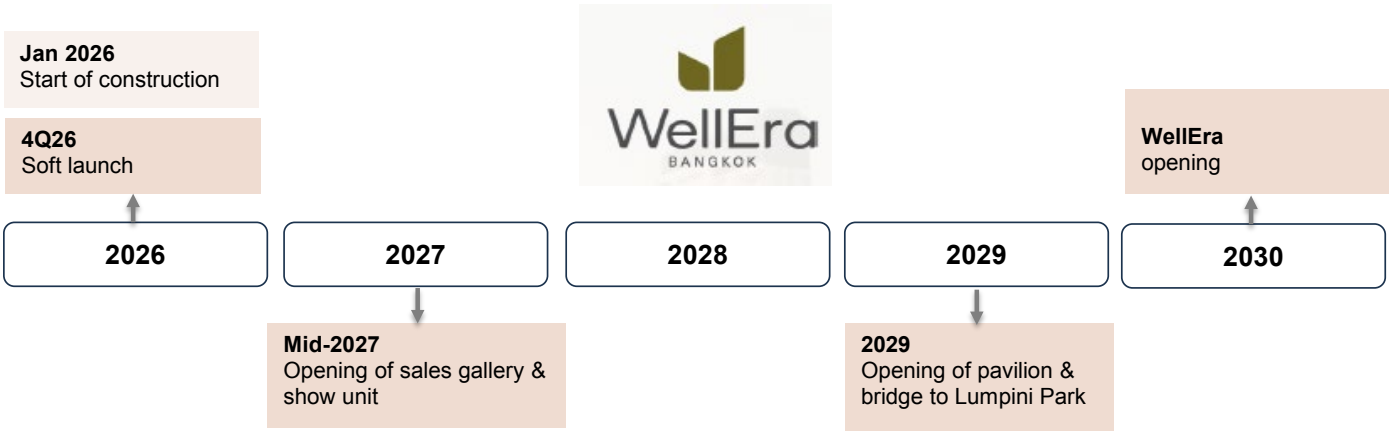

Sources: Company data, ttb wealth estimates

### Ex 10: Project Details



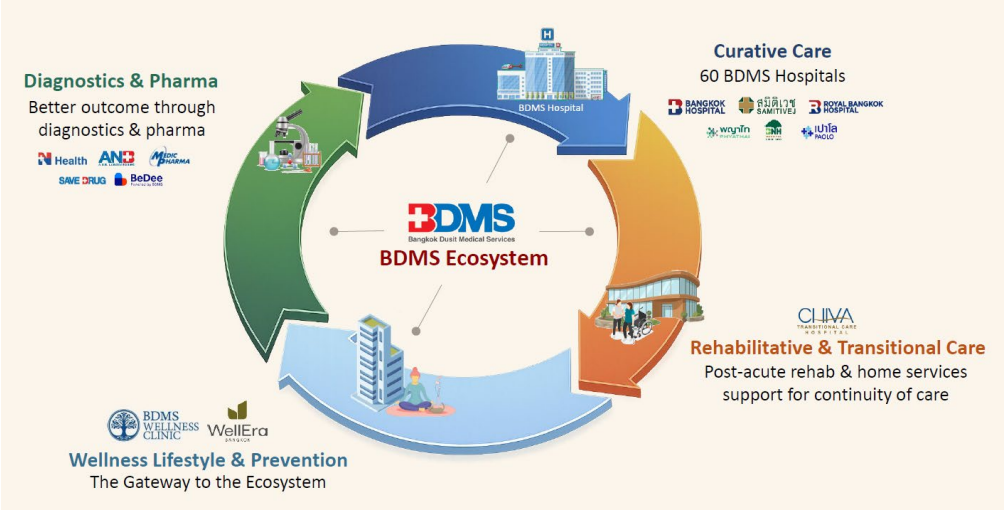

Source: Company data

### Ex 11: Project Construction Timeline



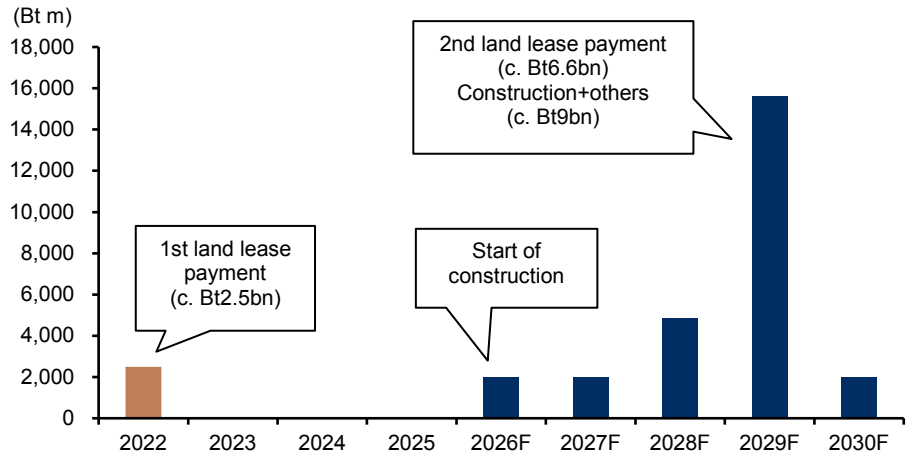

Source: Company data

### Ex 12: Integrated Healthcare And Lifestyle Ecosystem



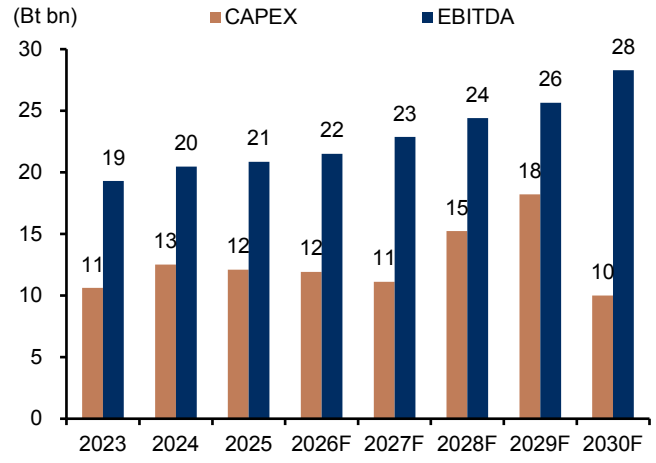

Source: Company data

### Ex 13: WellEra Capex Spending



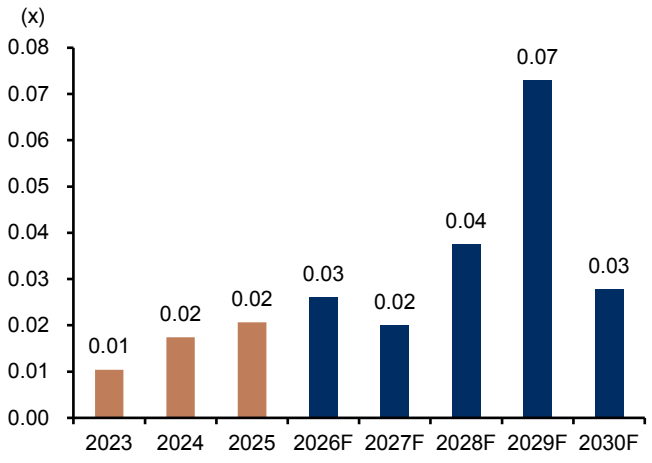

Source: Company data, ttb wealth estimates

### Ex 14: BDMS's EBITDA And Total Capex




Sources: Company data, ttb wealth estimates

### Ex 15: Net D/E Ratio




Sources: Company data, ttb wealth estimates

### Ex 16: Luxury–Ultra Luxury Condominiums in the Langsuan Area

| Projects | Ownership | Completion | Size (units) | Market price (Bt/sq m) | Current Status |
|---|---|---|---|---|---|
| SCOPE Langsuan | Freehold | 2023 | 134 | 500-700k | Nearly sold out / final units remaining |
| Nimit Langsuan | Freehold | 2024 | 187 | 400-600k | Completed / available via developer inventory and resale market |
| 98 Wireless | Freehold | 2017 | 77 | 550-700k | Sold out |
| Sindhorn Residence | Leasehold | 2018 | 200 | 350-500k | Sold out |
| The Residences at Sindhorn Kempinski | Leasehold | 2020 | 231 | 300-450k | Nearly sold out |
| MUNIQ Lang Suan | Freehold | 2021 | 166 | 300-400k | Nearly sold out |
| Q Lang Suan | Freehold | 2010 | 177 | 250-350k | Sold out |
| Na Vara Residence | Freehold | 2018 | 97 | 250-350k | Sold out |

Source: ttb wealth compilation

**Ex 17: WellEra Project's Assumptions**

| | 2030F | 2031F | 2032F | 2033F | 2034F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Residence** | | | | | |
| Saleable space = 48,000 sq m, 262 units | | | | | |
| Saleable area transfer rate | 30% | 30% | 20% | 10% | 10% |
| Average selling price (Bt/sq m) | 400,000 | 400,000 | 400,000 | 400,000 | 400,000 |
| **Wellness retreat** | | | | | |
| Number of rooms | 168 | 168 | 168 | 168 | 168 |
| Occupancy rate | 40% | 55% | 65% | 75% | 80% |
| Average room rate (Bt/night) | 10,000 | 11,000 | 11,880 | 12,593 | 13,222 |
| **Premium lifestyle retail** | | | | | |
| Rental space (sq m) | 16,000 | 16,000 | 16,000 | 16,000 | 16,000 |
| Occupancy rate | 70% | 80% | 85% | 90% | 90% |
| Average rental rate (Bt/sq m/month) | 2,000 | 2,060 | 2,122 | 2,185 | 2,251 |
| **Wellness clinic** | | | | | |
| Visits per day (people) | 150 | 195 | 234 | 269 | 296 |
| Revenue per visit (Bt/visit) | 20,000 | 20,600 | 21,218 | 21,855 | 22,510 |

Source: ttb wealth estimates

# Valuation Comparison

**Ex 18: Valuation Comparison With Regional Peers**

| | | | EPS growth | | PE | | P/BV | | EV/EBITDA | | Div yield | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Name** | **BBG code** | **Country** | **26F** | **27F** | **26F** | **27F** | **26F** | **27F** | **26F** | **27F** | **26F** | **27F** |
| | | | **(%)** | **(%)** | **(x)** | **(x)** | **(x)** | **(x)** | **(x)** | **(x)** | **(%)** | **(%)** |
| Ramsay Healthcare | RHC AU | Australia | na | 20.2 | 32.1 | 26.7 | 2.0 | 1.9 | 9.8 | 9.3 | 2.0 | 2.4 |
| Guangzhou Pharmaceutical | 874 HK | Hong Kong | (4.9) | 3.7 | 9.1 | 8.7 | 0.7 | 0.6 | 9.9 | 9.2 | 5.5 | 5.7 |
| Lijun Int'l Pharmaceutical | 2005 HK | Hong Kong | 23.4 | 23.7 | 12.2 | 9.9 | 0.9 | 0.9 | 10.2 | 8.7 | 4.2 | 5.0 |
| Apollo Hospitals Enterprise | APHS IN | India | (1.8) | 26.2 | 66.6 | 52.7 | 13.0 | 10.8 | 36.0 | 29.5 | 0.2 | 0.2 |
| Fortis Healthcare India | FORH IN | India | 2.1 | 27.7 | 67.6 | 52.9 | 7.3 | 6.4 | 35.8 | 29.5 | 0.1 | 0.1 |
| KPJ Healthcare | KPJ MK | Malaysia | 9.9 | 9.8 | 34.9 | 31.8 | 4.7 | 4.4 | 15.9 | 14.7 | 1.5 | 1.6 |
| IHH Healthcare Bhd | IHH MK | Malaysia | 5.9 | 16.3 | 33.7 | 29.0 | 2.3 | 2.2 | 14.8 | 13.3 | 1.3 | 1.5 |
| Ryman | RYM NZ | New Zealand | na | 218.2 | 101.4 | 31.9 | 0.5 | 0.5 | 21.9 | 19.2 | 0.0 | 0.0 |
| Raffles Medical Group | RFMD SP | Singapore | 2.4 | 7.7 | 24.1 | 22.4 | 1.6 | 1.6 | 10.8 | 10.3 | 3.3 | 3.3 |
| Bangkok Chain Hospital * | BCH TB | Thailand | (0.5) | 6.3 | 21.4 | 20.1 | 2.0 | 2.0 | 9.6 | 9.0 | 3.5 | 3.7 |
| Bangkok Dusit Medical * | BDMS TB | Thailand | 2.9 | 5.3 | 19.2 | 18.2 | 2.9 | 2.8 | 14.7 | 13.8 | 3.9 | 4.1 |
| Bumrungrad Hospital * | BH TB | Thailand | 1.3 | 2.7 | 21.2 | 20.6 | 5.2 | 4.8 | 14.8 | 14.0 | 3.5 | 3.6 |
| Chularat Hospital * | CHG TB | Thailand | 8.4 | 6.5 | 17.8 | 16.7 | 2.2 | 2.2 | 9.4 | 8.8 | 4.5 | 4.8 |
| Praram 9 Hospital * | PR9 TB | Thailand | 0.4 | 11.0 | 17.1 | 15.4 | 2.2 | 2.1 | 9.1 | 8.0 | 2.9 | 3.6 |
| Thonburi Healthcare Group* | THG TB | Thailand | 153.6 | 13.4 | 44.5 | 39.2 | 1.0 | 1.0 | 10.3 | 9.7 | 1.1 | 1.5 |
| **Average** | | | **15.6** | **26.6** | **34.9** | **26.4** | **3.2** | **2.9** | **15.5** | **13.8** | **2.5** | **2.7** |

Source: Bloomberg

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

Based on 17 July 2026 closing prices

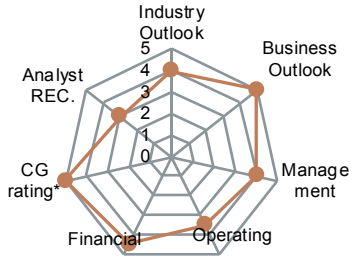
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: ttb wealth

## COMPANY RATING




| Rating Scale | |
|---|---|
| Excellent | 5 |
| Good | 4 |
| Fair | 3 |
| Weak | 2 |
| Very Wea | 1 |
| None | 0 |

Source: ttb wealth; *CG Rating

## TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

### S — Strength

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

### W — Weakness

- เนื่องจากค่าเสื่อมราคามีสัดส่วนราว 6% ของรายได้ในปี 2025 กำไรของ BDMS จึงมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของรายได้ และสภาวะเศรษฐกิจ

### O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นทำให้ประชาชนสามารถจับจ่ายใช้สอยมากขึ้น เพื่อให้ได้รับการบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพดีขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราค่ารักษาพยาบาลที่ต่ำและมีคุณภาพการรักษาพยาบาลที่สูงสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์
- การระบาดของโรค

### T — Threat

- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค อย่างเช่นโรงพยาบาลในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย และอินเดีย
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านการเมือง และนโยบายของภาครัฐ
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

## CONSENSUS COMPARISON

| | Consensus | ttb wealth | Diff |
|---|---|---|---|
| Target price (Bt) | 24.52 | 21.00 | -14% |
| Net profit 26F (Bt m) | 16,259 | 16,314 | 0% |
| Net profit 27F (Bt m) | 17,252 | 17,176 | 0% |
| Consensus REC | BUY: 27 | HOLD: 4 | SELL: 0 |

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตของจำนวนผู้ป่วย และโครงการ WellEra

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลประกอบการของโรงพยาบาลใหม่อาจให้ผลตอบแทนช้ากว่าหรือเร็วกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ หากมีการแข่งขันที่มากขึ้นหรือน้อยลงระหว่างโรงพยาบาลเอกชนเดิมที่อยู่ในอุตสาหกรรมหรือผู้ประกอบการรายใหม่จะเป็นความเสี่ยงด้านลบและบวกต่อประมาณการของเรา
- จำนวนผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติต่ำหรือสูงกว่าที่เราคาดไว้
- หาก BDMS Wellness Clinic และ BDMS Silver Wellness & Residence ใช้เวลาในการกลับมามีกำไรช้าหรือเร็วกว่าที่เราคาด
- หาก Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมลดลงหรือเพิ่มขึ้น จะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: ttb wealth

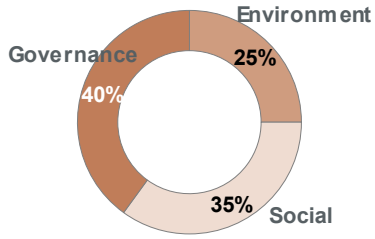
# BDMS

**Bangkok Dusit Medical Services Pcl.**

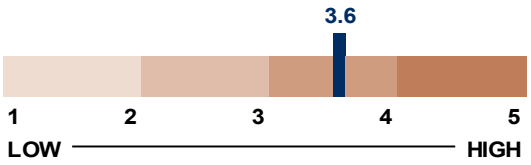
**Sector: Services | Healthcare**

# ESG & Sustainability Report

**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 |

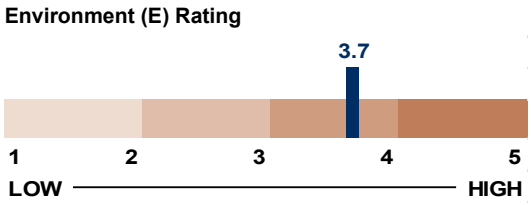
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI)
MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on “terms of use” toward the back of this report.

## 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) ได้อย่างทันท่วงที สอดคล้องกับมาตรฐานสากล และเร็วกว่าคู่แข่ง
- โปรไฟล์ ESG ของ BDMS ขับเคลื่อนโดยมิติด้านสังคมที่แข็งแกร่ง ซึ่งสะท้อนผ่านเครือข่ายบริการด้านการแพทย์ที่ครอบคลุม มาตรฐานความปลอดภัยและคุณภาพผู้ป่วยสูง และแนวปฏิบัติด้านสิทธิมนุษยชนที่เข้มแข็ง ความแข็งแกร่งเหล่านี้ถูกฝังอยู่ในธุรกิจหลักของบริษัท ซึ่งช่วยสนับสนุนความสามารถในการแข่งขันและความยืดหยุ่นระยะยาวของ BDMS ในกลุ่มโรงพยาบาล
- มิติที่เราเห็นว่ามีข้อจำกัดที่สุดคือ การกำกับดูแลกิจการ ซึ่งยังคงเป็นจุดอ่อนที่สุดในโปรไฟล์ ESG ของ BDMS ความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่จำกัด ความหลากหลายของคณะกรรมการต่ำ และความกังวลที่ยังหลงเหลือจากปัญหาด้านธรรมาภิบาลในอดีต ยังคงส่งผลกระทบต่อคุณภาพด้านการกำกับดูแลกิจการ แม้ว่าจะมีการตั้งคณะกรรมการย่อย และการแยกบทบาทหน้าที่อย่างชัดเจนแล้วก็ตาม
- ความกังวลล่าสุดของนักลงทุนที่มีต่อ BDMS เกี่ยวกับการขายหุ้นอย่างต่อเนื่องโดยผู้ก่อตั้ง คือ นายประเสริฐ ประสาททองโอสถ แม้ว่าจำนวนหุ้นที่ขายจะไม่มากนัก ในมุมมองของเรา การหยุดขายหุ้นหรือการเปิดเผยข้อมูลที่ชัดเจนยิ่งขึ้นเกี่ยวกับการใช้เงินที่ได้จากการขายหุ้น จะช่วยบรรเทาความกังวลของตลาด ปรับปรุงภาพลักษณ์ด้านธรรมาภิบาลและการจัดอันดับ ESG ของบริษัท และสนับสนุนให้ราคาหุ้นมีทิศทางที่ดีขึ้น

Sector: Services | Healthcare

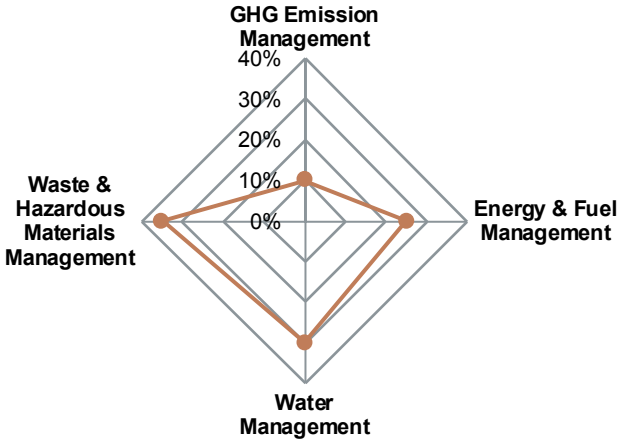
**We assign a high Environmental score of 3.7 to BDMS, supported by clear net-zero targets, adoption of renewable energy, and third–party–verified emissions disclosures. However, rising Scope 3 emissions and resource use from business expansion remain key challenges to monitor.**




## ENVIRONMENT

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

## SCALE WEIGHTING



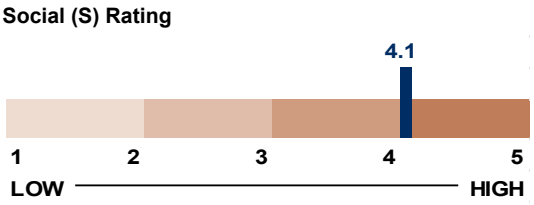

## Our Comments

- We assign BDMS an Environmental (E) score of 3.7, above peers (3.0), supported by a comprehensive framework and clear targets (net zero by 2050; -30% Scope 1–2 by 2030 from 2022). Emissions are disclosed across Scopes 1–3 and externally verified. In 2025, total emissions fell to 600,079 $tCO_2e$ (from 646,814), though Scope 3 remains dominant (411,432 $tCO_2e$) due to expansion.
- BDMS continues to target a ≥30% reduction in Scope 1 and 2 emissions by 2030 from a 2022 base, with progress supported by energy efficiency and renewable initiatives. In 2025, Scope 1 emissions were c. 30,343 $tCO_2e$ and Scope 2 c. 158,303 $tCO_2e$, both relatively stable y-y, while Scope 3 emissions remained elevated despite declining from 2024 levels. We view the clear targets and third-party verification as positives, although Scope 3 volatility remains a key structural risk.
- BDMS targets a 15% increase in renewable electricity use by 2030 (from 2022 base). Execution has accelerated, with solar rooftop installations expanding to 36 locations (vs. 34 previously) and total capacity reaching 19.96 MW. Renewable electricity consumption rose significantly to c. 24.3 GWh in 2025 (vs. 15.6 GWh in 2024), helping reduce >14,500 $tCO_2e$ annually and deliver Bt131mn cost savings. We view this as a strong, scalable measure, although renewable energy still represents a relatively small share of total electricity consumption (c. 340 GWh).
- BDMS maintains a target to reduce water withdrawal by 10% by 2030 (from a 2022 base of 3.63m $m^3$). In 2025, total water withdrawal declined to 3.89m $m^3$ (from 4.14m in 2024), showing an improvement but still above the base year. The company continues to implement water recycling, reuse (e.g., 2.43m liters saved annually), and efficiency technologies. We view this positively, though long-term reduction remains challenging given business expansion.
- BDMS targets a 30% increase in non-hazardous waste recovery by 2030 and promotes a zero waste to landfill vision under the 5Rs framework. However, its performance remains mixed. In 2025, total waste increased to 16.6m kg, while recycling/reuse rose modestly to 2.45m kg, resulting in a declining recycling ratio (14.8% vs. 15.0% in 2024). Landfill disposal of non-hazardous waste also increased. While measures are ongoing, outcomes still lag targets, indicating execution challenges.

Sources: ttb wealth, Company data

Sector: Services | Healthcare

**We assign the highest score to BDMS for the Social aspect at 4.1, supported by its extensive healthcare network, strong patient safety standards, and effective workforce and community engagement, which underpin high patient trust and long-term competitiveness.**




## SOCIAL

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

## SCALE WEIGHTING

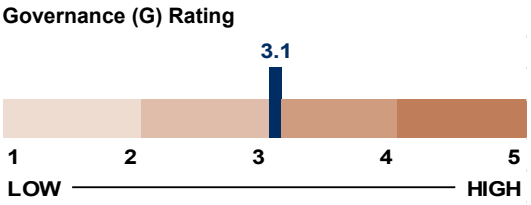
## Our Comments

- We assign the highest Social (S) score of 4.1 to BDMS, compared with its peers' average score of 3.6. This reflects BDMS's strong service network, comprising 58 campuses in Thailand and two in Cambodia, covering a well-diversified range of market segments as of 1Q26. It also offers five digital healthcare platforms for customers to access.
- BDMS emphasizes product quality and patient safety through high standards and continuous staff development. In 2025, patient satisfaction remained strong, with inpatient satisfaction exceeding international benchmarks and continued treatment rate at 94.94% (vs. 93.77% in 2024). Net Promoter Score (NPS) remained high at 93%, well above industry averages. We view this as a key strength supporting trust and long-term competitiveness.
- BDMS maintains a zero-tolerance approach to human rights, supported by comprehensive due diligence across all operations. No significant violations were reported in 2025, helping mitigate legal and reputational risks.
- BDMS targets 4,500 healthcare access programs by 2030 and continues to deliver tangible social impact. In 2025, community projects reached 205,532 beneficiaries, with total social contributions of Bt73m. Key programs include mobile medical units, disease screening, and community healthcare programs. We view this as a well-aligned social contribution supporting long-term trust.
- BDMS maintains a strong customer management system, supported by structured CRM processes and multi-channel feedback collection. In 2025, patient experience metrics (satisfaction, doctor communication, and loyalty) remained consistently high, reinforcing service quality and resilience amid rising competition.
- BDMS maintains solid workplace safety performance, with 12 lost-time injury cases in 2025 (vs. 0 in 2024) and no fatalities. While incidents rose from a low base, overall safety remains well managed with low injury rates.
- BDMS continues to strengthen employee engagement and development, with 36,346 staff in 2025, increased training (69 hours/employee) and higher spending. Turnover declined to 11.48%, while provident fund participation rose to 71.6%. We view these as positives, though labor shortages remain a challenge.

Sources: ttb wealth, Company data

Sector: Services | Healthcare

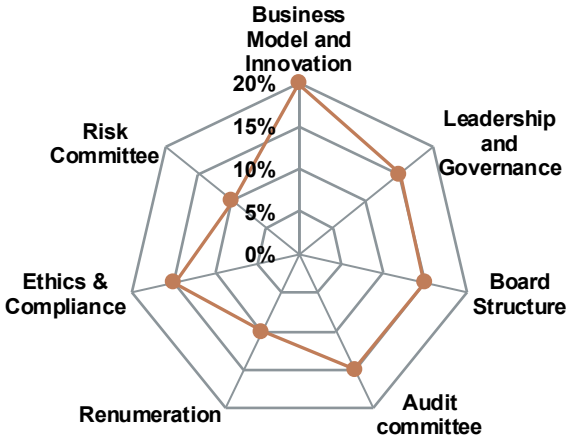
**We assign a weaker Governance assessment to BDMS because limited board independence and legacy governance issues continue to weigh on its score of 3.1, despite clear role separation, established board committees, and a strong, innovation-driven business model.**




## GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

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

## SCALE WEIGHTING




## Our Comments

- 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 to BDMS's board structure. While there is a clear separation between oversight and management roles, board independence remains limited, with six of 16 directors classified as independent (38%), below the best-practice expectation of a two-thirds ratio. Board diversity is also limited, with only two female directors, indicating room for improvement in both independence and diversity.
- BDMS maintains all key board sub-committees (audit, nomination and remuneration, and risk management) with clear mandates and oversight. In 2025, governance was further strengthened through broader integration of sustainability into board responsibilities and ongoing monitoring of ESG performance. While this is a positive development, stronger board independence would further enhance effectiveness.

Sources: ttb wealth, Company data

*Mediocre earnings growth over 2026-28F*

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

**INCOME STATEMENT**

| FY ending Dec (Bt m) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| Sales | 103,675 | 107,514 | 109,611 | 115,402 | 122,577 |
| Cost of sales | 68,071 | 71,261 | 72,907 | 76,587 | 81,225 |
| **Gross profit** | **35,604** | **36,253** | **36,703** | **38,816** | **41,351** |
| % gross margin | 34.3% | 33.7% | 33.5% | 33.6% | 33.7% |
| Selling & administration expenses | 20,828 | 21,784 | 21,802 | 22,780 | 24,074 |
| **Operating profit** | **14,776** | **14,469** | **14,902** | **16,035** | **17,277** |
| % operating margin | 14.3% | 13.5% | 13.6% | 13.9% | 14.1% |
| Depreciation & amortization | 6,132 | 6,848 | 7,027 | 7,256 | 7,516 |
| **EBITDA** | **20,465** | **20,862** | **21,504** | **22,874** | **24,387** |
| % EBITDA margin | 19.7% | 19.4% | 19.6% | 19.8% | 19.9% |
| Non-operating income | 5,913 | 5,872 | 6,247 | 6,338 | 6,481 |
| Non-operating expenses | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Interest expense | (433) | (357) | (350) | (364) | (321) |
| **Pre-tax profit** | **20,255** | **19,985** | **20,799** | **22,010** | **23,437** |
| Income tax | 3,792 | 3,694 | 4,035 | 4,358 | 4,641 |
| **After-tax profit** | **16,463** | **16,291** | **16,764** | **17,652** | **18,797** |
| % net margin | 15.9% | 15.2% | 15.3% | 15.3% | 15.3% |
| Shares in affiliates' Earnings | 76 | 78 | 80 | 82 | 85 |
| Minority interests | (552) | (520) | (530) | (558) | (593) |
| Extraordinary items | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **NET PROFIT** | **15,987** | **15,848** | **16,314** | **17,176** | **18,289** |
| **Normalized profit** | **15,987** | **15,848** | **16,314** | **17,176** | **18,289** |
| EPS (Bt) | 1.01 | 1.00 | 1.03 | 1.08 | 1.15 |
| Normalized EPS (Bt) | 1.01 | 1.00 | 1.03 | 1.08 | 1.15 |

**BALANCE SHEET**

| FY ending Dec (Bt m) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **ASSETS:** | | | | | |
| Current assets: | 23,659 | 23,109 | 23,076 | 24,239 | 25,311 |
| Cash & cash equivalent | 8,690 | 7,231 | 6,889 | 6,889 | 6,889 |
| Account receivables | 11,906 | 11,986 | 12,312 | 13,279 | 14,105 |
| Inventories | 2,603 | 3,422 | 3,396 | 3,567 | 3,783 |
| Others | 459 | 470 | 478 | 503 | 534 |
| Investments & loans | 2,464 | 2,945 | 2,945 | 2,945 | 2,945 |
| Net fixed assets | 93,849 | 99,552 | 104,875 | 109,162 | 117,277 |
| Other assets | 31,542 | 32,355 | 32,868 | 33,637 | 34,436 |
| **Total assets** | **151,514** | **157,961** | **163,764** | **169,982** | **179,969** |
| **LIABILITIES:** | | | | | |
| Current liabilities: | 22,014 | 23,629 | 23,067 | 23,551 | 25,932 |
| Account payables | 8,113 | 7,522 | 7,590 | 7,973 | 8,456 |
| Bank overdraft & ST loans | 2,500 | 3,500 | 3,930 | 3,699 | 4,607 |
| Current LT debt | 2,000 | 3,000 | 1,474 | 1,387 | 1,727 |
| Others current liabilities | 9,400 | 9,607 | 10,072 | 10,491 | 11,141 |
| **Total LT debt** | **5,999** | **3,000** | **4,422** | **4,162** | **5,182** |
| Others LT liabilities | 19,575 | 21,324 | 23,486 | 24,304 | 25,308 |
| **Total liabilities** | **47,588** | **47,952** | **50,975** | **52,017** | **56,422** |
| Minority interest | 3,890 | 4,114 | 4,645 | 5,203 | 5,796 |
| 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** | **62,423** | **67,040** | **72,030** |
| Shareholders' equity | 100,037 | 105,894 | 108,144 | 112,762 | 117,751 |
| **Liabilities & equity** | **151,514** | **157,961** | **163,764** | **169,982** | **179,969** |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*Strong cash flow from operations but…*

## CASH FLOW STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| Earnings before tax | 20,255 | 19,985 | 20,799 | 22,010 | 23,437 |
| Tax paid | (3,951) | (3,758) | (3,948) | (4,312) | (4,530) |
| Depreciation & amortization | 5,689 | 6,392 | 6,602 | 6,839 | 7,110 |
| Chg In w orking capital | 680 | (1,490) | (231) | (755) | (559) |
| Chg In other CA & CL / minorities | (70) | 28 | 449 | 351 | 443 |
| **Cash flow from operations** | **22,604** | **21,158** | **23,671** | **24,133** | **25,902** |
| Capex | (12,513) | (12,096) | (11,925) | (11,125) | (15,225) |
| 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 | 1,725 | 212 | 447 |
| **Cash flow from investments** | **(11,698)** | **(9,464)** | **(10,275)** | **(10,996)** | **(14,871)** |
| Debt financing | 1 | (1,000) | 326 | (578) | 2,268 |
| Capital increase | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends paid | (11,119) | (11,917) | (14,064) | (12,559) | (13,299) |
| Warrants & other surplus | (564) | (237) | 0 | 0 | 0 |
| **Cash flow from financing** | **(11,682)** | **(13,153)** | **(13,737)** | **(13,136)** | **(11,031)** |
| **Free cash flow** | **10,906** | **11,694** | **13,396** | **13,136** | **11,031** |

*…fairly valued, in our view*

## VALUATION

| FY ending Dec | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| Normalized PE (x) | 19.6 | 19.8 | 19.2 | 18.2 | 17.1 |
| Normalized PE - at target price (x) | 20.9 | 21.1 | 20.5 | 19.4 | 18.2 |
| PE (x) | 19.6 | 19.8 | 19.2 | 18.2 | 17.1 |
| PE - at target price (x) | 20.9 | 21.1 | 20.5 | 19.4 | 18.2 |
| EV/EBITDA (x) | 15.4 | 15.1 | 14.7 | 13.8 | 13.0 |
| EV/EBITDA - at target price (x) | 16.4 | 16.1 | 15.7 | 14.7 | 13.9 |
| P/BV (x) | 3.1 | 3.0 | 2.9 | 2.8 | 2.7 |
| P/BV - at target price (x) | 3.3 | 3.2 | 3.1 | 3.0 | 2.8 |
| P/CFO (x) | 13.9 | 14.8 | 13.2 | 13.0 | 12.1 |
| Price/sales (x) | 3.0 | 2.9 | 2.9 | 2.7 | 2.6 |
| Dividend yield (%) | 3.8 | 5.1 | 3.9 | 4.1 | 4.4 |
| FCF Yield (%) | 3.5 | 3.7 | 4.3 | 4.2 | 3.5 |
| **(Bt)** | | | | | |
| Normalized EPS | 1.01 | 1.00 | 1.03 | 1.08 | 1.15 |
| EPS | 1.01 | 1.00 | 1.03 | 1.08 | 1.15 |
| DPS | 0.75 | 1.00 | 0.77 | 0.81 | 0.86 |
| BV/share | 6.29 | 6.66 | 6.80 | 7.10 | 7.41 |
| CFO/share | 1.42 | 1.33 | 1.49 | 1.52 | 1.63 |
| FCF/share | 0.69 | 0.74 | 0.84 | 0.83 | 0.69 |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*Robust financial status*

**FINANCIAL RATIOS**

| FY ending Dec | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Growth Rate** | | | | | |
| Sales (%) | 6.8 | 3.7 | 2.0 | 5.3 | 6.2 |
| Net profit (%) | 11.3 | (0.9) | 2.9 | 5.3 | 6.5 |
| EPS (%) | 11.3 | (0.9) | 2.9 | 5.3 | 6.5 |
| Normalized profit (%) | 11.3 | (0.9) | 2.9 | 5.3 | 6.5 |
| Normalized EPS (%) | 11.3 | (0.9) | 2.9 | 5.3 | 6.5 |
| Dividend payout ratio (%) | 74.6 | 100.3 | 75.0 | 75.0 | 75.0 |
| **Operating performance** | | | | | |
| Gross margin (%) | 34.3 | 33.7 | 33.5 | 33.6 | 33.7 |
| 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 | 15.3 | 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 | 42.6 | 44.1 | 53.9 |
| Interest coverage - EBITDA (x) | 47.2 | 58.5 | 61.4 | 62.8 | 76.1 |
| ROA - using norm profit (%) | 10.8 | 10.2 | 10.1 | 10.3 | 10.5 |
| ROE - using norm profit (%) | 16.4 | 15.4 | 15.2 | 15.6 | 15.9 |
| **DuPont** | | | | | |
| ROE - using after tax profit (%) | 16.8 | 15.8 | 15.7 | 16.0 | 16.3 |
| - asset turnover (x) | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| - operating margin (%) | 20.0 | 18.9 | 19.3 | 19.4 | 19.4 |
| - leverage (x) | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| - interest burden (%) | 97.9 | 98.2 | 98.3 | 98.4 | 98.7 |
| - tax burden (%) | 81.3 | 81.5 | 80.6 | 80.2 | 80.2 |
| WACC (%) | 8.1 | 8.1 | 8.1 | 8.1 | 8.1 |
| ROIC (%) | 12.4 | 11.6 | 11.1 | 11.6 | 12.0 |
| NOPAT (Bt m) | 12,010 | 11,795 | 12,011 | 12,860 | 13,856 |
| invested capital (Bt m) | 101,846 | 108,163 | 111,081 | 115,121 | 122,378 |

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

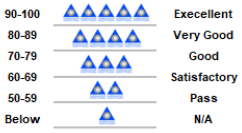
**ESG Book's Disclaimer**
Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court 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 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.

**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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 เวลธ์ จำกัด (มหาชน) ("บล.ทีทีบี เวลธ์") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ 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 เวลธ์ จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

## ttb wealth research team


**หัวหน้าฝ่าย, Strategy**
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

**กลยุทธ์การลงทุน**
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
adisak.phu@ttbwealth.co.th

**วิเคราะห์เทคนิค**
ภัทรวัลลิ์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

**สาธารณูปโภค, สื่อสาร**
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

**อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก**
พัทธดนย์ บุนนาค
pattadol.bun@ttbwealth.co.th

**ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง**
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@ttbwealth.co.th

**ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน**
รวิสรา สุวรรณอำไพ
rawisara.suw@ttbwealth.co.th

**ขนส่ง, รับเหมา**
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@ttbwealth.co.th

**Small Cap, การแพทย์, โรงแรม**
ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@ttbwealth.co.th

**พลังงาน , ปิโตรเคมี**
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@ttbwealth.co.th

**ผู้ช่วยนักวิเคราะห์**
โชติ เหรียญกิตติวัฒน์, CFA
chod.rea@ttbwealth.co.th

**นักวิเคราะห์, แปล**
ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@ttbwealth.co.th

**กลยุทธ์การลงทุน**
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@ttbwealth.co.th

**กลยุทธ์การลงทุน**
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

**วิเคราะห์ทางเทคนิค**
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@ttbwealth.co.th

**วิเคราะห์เชิงปริมาณ**
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
sittichet.run@ttbwealth.co.th


## Data Support Team


มลฤดี เพชรแสงใสกุล
monrudee.pet@ttbwealth.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
varathip.run@ttbwealth.co.th

สุเนตร รักษาวัด
sunet.rak@ttbwealth.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
suksawat.lim@ttbwealth.co.th

สุจินตนา สถาพร
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