

## บมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS)

สร้างเครือข่ายที่แข็งแกร่งที่ภูเก็ตร่วมสำหรับการแข่งขัน

เราได้เข้าเยี่ยมชมโรงพยาบาลของ BDMS ในจังหวัดภูเก็ต รวมถึงศูนย์มะเร็งแห่งใหม่ที่เพิ่งเปิดให้บริการ เราพบว่า BDMS มีการขยายเครือข่ายอย่างแข็งแกร่ง โดยมีส่วนแบ่งตลาดในภูเก็ตมากกว่า 85% แม้ว่าจะมีคู่แข่งรายใหม่เตรียมเปิดให้บริการในอนาคต เราเชื่อว่า BDMS จะสามารถรักษาความแข็งแกร่งของตนเองไว้ได้ เนื่องจากได้เปรียบด้านทำเลที่ตั้ง และความสามารถในการให้บริการรักษาพยาบาลระดับตติยภูมิในภูเก็ต BDMS ยังคงเป็นหุ้นเด่นที่สุดของเราในกลุ่มการแพทย์ คงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 32.00 บาท

### WHAT'S NEW

- **การขยายเครือข่ายอย่างแข็งแกร่งและครอบคลุมในภูเก็ต** เราได้เข้าเยี่ยมชมศูนย์มะเร็งแห่งใหม่ของบริษัทกรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS) ที่โรงพยาบาลกรุงเทพภูเก็ต และโรงพยาบาลกรุงเทพสิริโรจน์ เพื่อสังเกตการณ์การดำเนินงานของโรงพยาบาล BDMS ได้ลงทุนประมาณ 300 ลบ ในการจัดซื้ออุปกรณ์สำหรับศูนย์มะเร็ง และเริ่มเปิดให้บริการเมื่อวันที่ 1 ต.ค. 24 ปัจจุบันศูนย์มะเร็งอยู่ในช่วงเร่งการเติบโต โดยมีจำนวนผู้ป่วยที่ได้รับการรักษา 13 รายใน พ.ค. 25 โดย BDMS ตั้งเป้าเพิ่มจำนวนผู้ป่วยเป็นประมาณ 30 รายต่อเดือนเพื่อให้ถึงจุดคุ้มทุนในระดับกำไรสุทธิ BDMS มีโรงพยาบาลหลัก 3 แห่งในจังหวัดภูเก็ต ได้แก่ โรงพยาบาลตึกุ โรงพยาบาลกรุงเทพสิริโรจน์ และโรงพยาบาลกรุงเทพภูเก็ต โดยแต่ละแห่งมีความเชี่ยวชาญและกลุ่มผู้ป่วยที่แตกต่างกัน ส่งผลให้ BDMS มีความได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างชัดเจนในพื้นที่ ด้วยส่วนแบ่งตลาดที่คาดว่าจะราว 85-90% ของภูเก็ต ในปี 24 โรงพยาบาลในภูเก็ตคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 5.6% ของรายได้รวมทั้งหมดของ BDMS
- **BDMS พร้อมรับมือกับการแข่งขันที่กำลังจะเกิดขึ้น** มีแผนการเปิดโรงพยาบาลใหม่ในจังหวัดภูเก็ต โดยผู้เล่นรายใหญ่หลายราย เช่น โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ (BH) และโรงพยาบาลสงขลานครินทร์ (ม.อ.) โดยรายหลังเป็นโรงพยาบาลรัฐซึ่งให้บริการกับกลุ่มผู้ป่วยที่แตกต่างกันจาก BDMS อย่างสิ้นเชิง BDMS มองว่านี่เป็นโอกาส และมีเป้าหมายที่จะร่วมมือกับ ม.อ. ในด้านการส่งต่อผู้ป่วยและการใช้ทรัพยากรที่ ม.อ. ยังขาดแคลน นอกจากนี้ BDMS ยังอาจได้รับประโยชน์จากความร่วมมือนี้ด้วยการต้อนรับแพทย์จากคณะแพทยศาสตร์ของ ม.อ. เข้ามาเสริมศักยภาพด้านบุคลากรอีกด้วย
- **BDMS มีความได้เปรียบเหนือ BH** เนื่องจากมีเครือข่ายผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติที่มั่นคงอยู่แล้ว ในขณะที่ BH ต้องสร้างฐานผู้ป่วยกลุ่มใหม่ที่เดินทางเข้ามารักษา (fly-in patients) จากทำเลที่ตั้งของโรงพยาบาล BDMS อยู่ใกล้กับชุมชนมากกว่า และยังมีคลินิกส่งต่อใกล้ชิดสนามบินเพื่อรองรับผู้ป่วยอีกด้วย อีกหนึ่งจุดแข็งของ BDMS คือสามารถให้บริการรักษาได้ถึงระดับตติยภูมิในจังหวัดภูเก็ต ในขณะที่ BH ให้บริการได้เพียงระดับตติยภูมิ และต้องส่งต่อเคสที่ซับซ้อนไปยังโรงพยาบาลหลักที่กรุงเทพฯ (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

### KEY FINANCIALS

| Year to 31 Dec (Btm)          | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Net turnover                  | 100,853 | 107,867 | 113,511 | 119,990 | 127,183 |
| EBITDA                        | 24,784  | 26,646  | 28,882  | 30,537  | 32,345  |
| Operating profit              | 18,936  | 20,514  | 22,339  | 23,637  | 25,079  |
| Net profit (rep./act.)        | 14,375  | 15,987  | 17,492  | 18,593  | 19,834  |
| Net profit (adj.)             | 14,375  | 15,987  | 17,492  | 18,593  | 19,834  |
| EPS (Bt)                      | 0.9     | 1.0     | 1.1     | 1.2     | 1.2     |
| PE (x)                        | 22.2    | 20.0    | 18.3    | 17.2    | 16.1    |
| P/B (x)                       | 3.3     | 3.2     | 3.1     | 2.9     | 2.7     |
| EV/EBITDA (x)                 | 13.4    | 12.4    | 11.5    | 10.8    | 10.2    |
| Dividend yield (%)            | 3.5     | 3.8     | 4.2     | 4.5     | 3.4     |
| Net margin (%)                | 14.3    | 14.8    | 15.4    | 15.5    | 15.6    |
| Net debt/(cash) to equity (%) | 9.1     | 9.7     | 6.9     | 6.1     | 1.2     |
| Interest cover (x)            | 45.3    | 61.5    | 146.5   | 270.6   | n.a.    |
| ROE (%)                       | 15.5    | 16.4    | 17.1    | 17.5    | 17.6    |
| Consensus net profit          | -       | -       | 16,873  | 18,104  | 19,341  |
| UOBKH/Consensus (x)           | -       | -       | 1.04    | 1.03    | 1.03    |

Source: BDMS, Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลจากที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคียฮัน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

## BUY

(Maintained)

|              |         |
|--------------|---------|
| Share Price  | Bt20.10 |
| Target Price | Bt32.00 |
| Upside       | +59.2%  |

### COMPANY DESCRIPTION

A group of leading private hospitals with a nationwide network offering world-class medical treatment to both local and international patients with new greenfield projects, M&A and digitalisation of healthcare services as key long-term growth drivers.

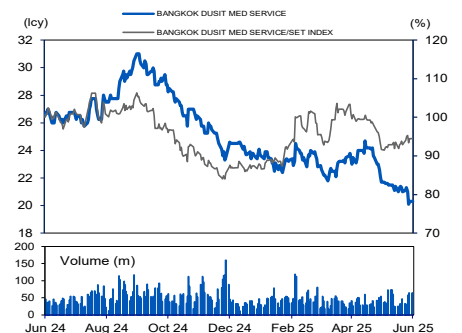
### STOCK DATA

|                                 |             |
|---------------------------------|-------------|
| GICS sector                     | Health Care |
| Bloomberg ticker:               | BDMS TB     |
| Shares issued (m):              | 15,892.0    |
| Market cap (Btm):               | 319,429.2   |
| Market cap (US\$m):             | 9,749.4     |
| 3-mth avg daily t'over (US\$m): | 24.0        |

### Price Performance (%)

|                          |        |        |        |                 |      |
|--------------------------|--------|--------|--------|-----------------|------|
| 52-week high/low         |        |        |        | Bt31.25/Bt20.00 |      |
| 1mth                     | 3mth   | 6mth   | 1yr    | YTD             |      |
| (12.6)                   | (14.8) | (14.8) | (24.2) | (18.0)          |      |
| Major Shareholders       |        |        |        |                 | %    |
| Prasarttong-osoth family |        |        |        |                 | 18.0 |
| Thai NVDR                |        |        |        |                 | 13.7 |
| Bangkok Airways          |        |        |        |                 | 5.2  |
| FY25 NAV/Share (Bt)      |        |        |        |                 | 6.55 |
| FY25 Net Debt/Share (Bt) |        |        |        |                 | 0.45 |

### PRICE CHART



Source: Bloomberg

### ANALYST(S)

**Benjaphol Suthwanish**  
+662 659 8301  
Benjaphol@uobkayhian.co.th

### ASSISTANT ANALYST(S)

**Nonpawit Vathanadachakul**

## Company Update

### 1Q25 OPERATIONAL STATISTICS

| Core Operational Stats       | 1Q24   | 4Q24   | 1Q25   | yoy (%) | qoq (%) |
|------------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| OPD visits/day Thai          | 29,785 | 30,219 | 30,461 | 2%      | 1%      |
| OPD visits/day Foreign       | 4,774  | 4,948  | 5,260  | 10%     | 6%      |
| Available beds               | 6,686  | 6,672  | 6,713  | 0%      | 1%      |
| Average daily census Thai    | 3,712  | 3,435  | 3,655  | -2%     | 6%      |
| Average daily census Foreign | 761    | 735    | 850    | 12%     | 16%     |

Source: BDMS, UOB Kay Hian

### STOCK IMPACT

- **ผลกระทบจำกัดจากความขัดแย้งไทย-กัมพูชารอบล่าสุด** จากความขัดแย้งระหว่างไทย-กัมพูชาที่เกิดขึ้นล่าสุด จากการตรวจสอบข้อมูลล่าสุดของเรา ยังไม่พบสัญญาณการชะลอตัวของการดำเนินงานในโรงพยาบาลใด ๆ แม้ว่าจะมีการปิดพรมแดนบางส่วนระหว่างสองประเทศ แต่ผู้ป่วยที่ต้องรับการรักษายังสามารถเดินทางข้ามแดนได้ เนื่องจากเหตุผลทางการแพทย์มีความสำคัญเหนือประเด็นทางการเมือง กัมพูชาเป็นตลาดสำคัญของ BDMS โดยมีสัดส่วนรายได้ราว 3% ของรายได้รวมของบริษัท หากเกิดกรณีเลวร้ายที่สุด รายได้จากผู้ป่วยกัมพูชาที่เดินทางข้ามพรมแดนเข้ามารักษาในไทย (คิดเป็น 10% ของรายได้จากกัมพูชา) และรายได้จากสองโรงพยาบาลในพนมเปญและอังกอร์ (คิดเป็น 20% ของรายได้จากกัมพูชา) อาจได้รับผลกระทบ รวมแล้วคิดเป็นเพียงประมาณ 0.9% ของรายได้รวมของ BDMS และกระทบต่อกำไรปี 2025 สูงสุดราว 2% ขณะที่รายได้ส่วนที่เหลืออีก 70% จากผู้ป่วยกัมพูชาที่บินเข้ามารับการรักษารอคับซ้อน คาดว่าจะไม่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ดังกล่าว
- **ยังมีโอกาสในการเพิ่มประสิทธิภาพด้านต้นทุน** ฝ่ายบริหารมองว่ายังมีศักยภาพในการลดต้นทุนเพิ่มเติม โดยมีการดำเนินมาตรการต่าง ๆ อย่างต่อเนื่อง เช่น การลดค่าใช้จ่ายด้าน IT การใช้บุคลากรร่วมกันระหว่างโรงพยาบาลในเครือ และการเน้นการตลาดดิจิทัลมากขึ้น นอกจากนี้ BDMS ยังใช้ประโยชน์จากอำนาจต่อรองและขนาดของเครือข่ายในการจัดซื้อเวชภัณฑ์และอุปกรณ์ทางการแพทย์ในราคาที่ต่ำกว่าคู่แข่ง ส่งผลให้ EBITDA margin ที่ระดับ 24-25% ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของผู้ให้บริการที่มีรายได้ในระดับใกล้เคียงกัน
- **แนวโน้ม 2Q25 อยู่ในระดับปานกลาง** ในเดือนเม.ย. 25 รายได้จากผู้ป่วยเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยที่ 4% yoy โดยได้รับผลกระทบจากแรงส่งที่ชะลอของกลุ่มประเทศ CLMV เนื่องจากผลกระทบต่อเนื่องจากเหตุการณ์แผ่นดินไหว อย่างไรก็ตาม รายได้จากผู้ป่วยตะวันออกกลางฟื้นตัวแข็งแกร่งหลังสิ้นสุดช่วงรอมฎอนใน 1Q25 ขณะที่ในเดือนพ.ค. 25 ฝ่ายบริหารคาดว่าจะอัตราการเติบโตจะปรับดีขึ้นมาที่ราว 6% yoy โดยได้รับแรงหนุนจากการกลับมารักษาของผู้ป่วยชาวไทย นอกจากนี้ ฝนที่เริ่มตกเร็วในฤดูกลางยังส่งผลดีเล็กน้อยต่อรายได้ ขณะที่การระบาดของโควิดล่าสุดยังคงจำกัดอยู่ในกลุ่มผู้ป่วยเด็กเป็นหลัก

### VALUATION/RECOMMENDATION

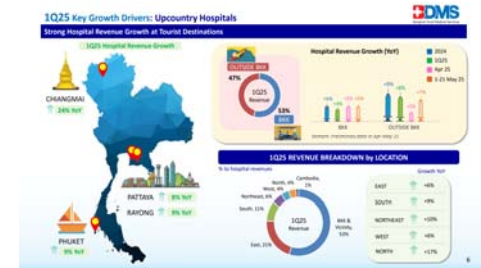
- **คำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 32.00 บาท** โดยการประเมินมูลค่าของเรายึดตามค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ระยะเวลา 5 ปีที่ระดับ 18.0 เท่า (ไม่นับรวมช่วง COVID-19) BDMS ยังคงเป็นหุ้นเด่นอันดับหนึ่งของเรา สังเกตได้ว่าช่วงหลังมีแรงขายทำกำไรในกลุ่มหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการบริโภคอ่อนตัวลง ส่งผลให้มูลค่าของ BDMS ปัจจุบันอยู่ในระดับที่น่าสนใจมากที่ -3SD จากค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ในรอบ 5 ปี อีกทั้งเรายังคาดว่า BDMS จะเป็นหนึ่งในหุ้นที่ได้ประโยชน์จากเงินบาทที่อ่อนค่าด้วย

### ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG)

|                                                                                                                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>CG Report: 5</b><br><b>SET ESG Rating: AA</b>                                                                      |
| <b>Environmental</b>                                                                                                  |
| - <b>Energy efficiency and waste management</b> by using energy-saving equipment and renewable energy sources.        |
| <b>Social</b>                                                                                                         |
| - <b>High-quality and accessible healthcare services.</b>                                                             |
| - <b>Strong community engagement</b> with active participation in health education and disaster relief efforts.       |
| <b>Governance</b>                                                                                                     |
| - <b>Strict standards</b> to ensure transparency and ethical business practices.                                      |
| - <b>Promotes culture of compliance and ethics</b> through established codes of conduct and anti-corruption policies. |

Monday, 23 June 2025

### PATIENT GROWTH BY REGION



### HOSPITAL AND CLINIC LOCATIONS IN PHUKET



### BDMS' HOSPITAL NETWORK IN PHUKET



### ONCOLOGY CENTER AT BANGKOK PHUKET



Company Update

Monday, 23 June 2025

**PROFIT & LOSS**

| Year to 31 Dec (Btm)             | 2024           | 2025F          | 2026F          | 2027F          |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Net turnover</b>              | <b>107,867</b> | <b>113,511</b> | <b>119,990</b> | <b>127,183</b> |
| EBITDA                           | 26,646         | 28,882         | 30,537         | 32,345         |
| Deprec. & amort.                 | 6,132          | 6,543          | 6,901          | 7,266          |
| EBIT                             | 20,514         | 22,339         | 23,637         | 25,079         |
| Total other non-operating income | 175            | 180            | 184            | 188            |
| Associate contributions          | 76             | 108            | 119            | 131            |
| Net interest income/(expense)    | (433)          | (197)          | (113)          | 0              |
| <b>Pre-tax profit</b>            | <b>20,331</b>  | <b>22,431</b>  | <b>23,827</b>  | <b>25,398</b>  |
| Tax                              | (3,792)        | (4,374)        | (4,646)        | (4,953)        |
| Minorities                       | (552)          | (565)          | (587)          | (611)          |
| <b>Net profit</b>                | <b>15,987</b>  | <b>17,492</b>  | <b>18,593</b>  | <b>19,834</b>  |
| Net profit (adj.)                | 15,987         | 17,492         | 18,593         | 19,834         |

**BALANCE SHEET**

| Year to 31 Dec (Btm)                  | 2024           | 2025F          | 2026F          | 2027F          |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Fixed assets                          | 123,860        | 125,685        | 130,658        | 135,646        |
| Other LT assets                       | 3,994          | 3,885          | 4,102          | 4,339          |
| Cash/ST investment                    | 8,690          | 4,807          | 2,414          | 7,698          |
| Other current assets                  | 14,969         | 13,667         | 14,447         | 15,313         |
| <b>Total assets</b>                   | <b>151,514</b> | <b>148,044</b> | <b>151,621</b> | <b>162,996</b> |
| ST debt                               | 4,818          | 4,321          | 1,334          | 1,348          |
| Other current liabilities             | 17,195         | 16,232         | 17,159         | 18,187         |
| LT debt                               | 13,540         | 7,616          | 7,692          | 7,769          |
| Other LT liabilities                  | 12,034         | 11,351         | 11,999         | 12,718         |
| Shareholders' equity                  | 100,037        | 104,069        | 108,395        | 117,321        |
| Minority interest                     | 3,890          | 4,455          | 5,042          | 5,653          |
| <b>Total liabilities &amp; equity</b> | <b>151,514</b> | <b>148,044</b> | <b>151,621</b> | <b>162,996</b> |

**CASH FLOW**

| Year to 31 Dec (Btm)                        | 2024            | 2025F           | 2026F           | 2027F           |
|---------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Operating</b>                            | <b>23,328</b>   | <b>25,180</b>   | <b>26,228</b>   | <b>27,874</b>   |
| Pre-tax profit                              | 20,331          | 22,431          | 23,827          | 25,398          |
| Tax                                         | (3,792)         | (4,374)         | (4,646)         | (4,953)         |
| Deprec. & amort.                            | 6,132           | 6,543           | 6,901           | 7,266           |
| Associates                                  | (76)            | (108)           | (119)           | (131)           |
| Working capital changes                     | 340             | (75)            | (389)           | (432)           |
| Non-cash items                              | 320             | 414             | 535             | 594             |
| Other operating cashflows                   | 72              | 349             | 119             | 131             |
| <b>Investing</b>                            | <b>(12,656)</b> | <b>(8,942)</b>  | <b>(11,443)</b> | <b>(11,771)</b> |
| Capex (growth)                              | (13,314)        | (8,368)         | (11,873)        | (12,254)        |
| Investments                                 | 3,039           | 2,977           | 3,142           | 3,321           |
| Others                                      | (2,381)         | (3,551)         | (2,711)         | (2,838)         |
| <b>Financing</b>                            | <b>(11,717)</b> | <b>(19,881)</b> | <b>(17,178)</b> | <b>(10,819)</b> |
| Dividend payments                           | (12,232)        | (13,460)        | (14,267)        | (10,909)        |
| Proceeds from borrowings                    | 224             | 0               | 0               | 90              |
| Loan repayment                              | 0               | (6,421)         | (2,911)         | 0               |
| Others/interest paid                        | 291             | 0               | 0               | 0               |
| <b>Net cash inflow (outflow)</b>            | <b>(1,046)</b>  | <b>(3,643)</b>  | <b>(2,393)</b>  | <b>5,284</b>    |
| <b>Beginning cash &amp; cash equivalent</b> | <b>9,495</b>    | <b>8,449</b>    | <b>4,807</b>    | <b>2,414</b>    |
| <b>Ending cash &amp; cash equivalent</b>    | <b>8,449</b>    | <b>4,807</b>    | <b>2,414</b>    | <b>7,698</b>    |

**KEY METRICS**

| Year to 31 Dec (%)        | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|
| <b>Profitability</b>      |      |       |       |       |
| EBITDA margin             | 24.7 | 25.4  | 25.4  | 25.4  |
| Pre-tax margin            | 18.8 | 19.8  | 19.9  | 20.0  |
| Net margin                | 14.8 | 15.4  | 15.5  | 15.6  |
| ROA                       | 10.8 | 11.7  | 12.4  | 12.6  |
| ROE                       | 16.4 | 17.1  | 17.5  | 17.6  |
| <b>Growth</b>             |      |       |       |       |
| Turnover                  | 7.0  | 5.2   | 5.7   | 6.0   |
| EBITDA                    | 7.5  | 8.4   | 5.7   | 5.9   |
| Pre-tax profit            | 9.0  | 10.3  | 6.2   | 6.6   |
| Net profit                | 11.2 | 9.4   | 6.3   | 6.7   |
| Net profit (adj.)         | 11.2 | 9.4   | 6.3   | 6.7   |
| EPS                       | 11.2 | 9.4   | 6.3   | 6.7   |
| <b>Leverage</b>           |      |       |       |       |
| Debt to total capital     | 15.0 | 9.9   | 7.4   | 6.9   |
| Debt to equity            | 18.4 | 11.5  | 8.3   | 7.8   |
| Net debt/(cash) to equity | 9.7  | 6.9   | 6.1   | 1.2   |
| Interest cover (x)        | 61.5 | 146.5 | 270.6 | n.a.  |

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลจากที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน