

Bangkok Dusit Medical Services (BDMS TB)

4Q25: กำไรอ่อนแอตามคาด

Highlights

- BDMS รายงานกำไรสุทธิ 3.69 พันลบ ใน 4Q25 ลดลงทั้ง yoy และ qoq สอดคล้องกับที่เราคาด แต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์
- BDMS ประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มเติม 0.65 บาทต่อหุ้น เมื่อรวมกับเงินปันผลระหว่างกาล 0.35 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนเงินปันผลปี 2025 ที่ 4.7%
- เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อการเติบโตระยะยาวของ BDMS และคงคำแนะนำ ซื้อ ที่ราคาเป้าหมาย 32.00 บาท

Analysis

4Q25 EARNINGS

Year to 31 Dec (Btm)	4Q24	3Q25	4Q25	yoy (%)	qoq (%)	2024	2025	yoy (%)
Sales	27,404	28,243	28,453	3.8%	0.7%	107,867	111,507	3.4%
Gross Profit	10,366	10,451	10,005	-3%	-4%	39,796	40,246	1.1%
EBITDA	6,929	7,213	6,456	-7%	-10%	26,646	27,076	1.6%
Pre-tax profit	5,280	5,427	4,606	-13%	-15%	20,331	20,063	-1.3%
Net profit	4,333	4,319	3,693	-14.8%	-14.5%	15,987	15,848	-0.9%
EPS (Bt) (%)	0.27	0.27	0.23	-15%	-15%	1.01	1.00	-0.9%
Gross margin	37.8%	37.0%	35.2%	-2.7 ppt	-1.8 ppt	36.9%	36.1%	-0.8 ppt
EBITDA margin	25.3%	25.5%	22.7%	-2.6 ppt	-2.8 ppt	24.7%	24.3%	-0.4 ppt
SG&A to sales	20.0%	19.0%	20.9%	0.9 ppt	1.8 ppt	19.3%	19.5%	0.2 ppt
Net profit margin	15.8%	15.3%	13.0%	-2.8 ppt	-2.3 ppt	14.8%	14.2%	-0.6 ppt

Source: BDMS, UOB Kay Hian

- การหดตัวของกำไรใน 4Q25 อย่างมีนัยสำคัญเป็นไปตามคาด โดย Bangkok Dusit Medical Services (BDMS) รายงานกำไรสุทธิ 3.7 พันลบ (-14.8% yoy, -14.5% qoq) สอดคล้องกับประมาณการของเรา แต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาด สาเหตุหลักมาจากค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากเหตุหน้าท่วมในขนาดใหญ่ และการตั้งสำรองเพิ่มเติมรวม 416 ลบ ขณะที่รายได้รวมอยู่ที่ 28.5 พันลบ (+3.8% yoy, +0.7% qoq) ได้แรงหนุนจากผู้ป่วยไทยเติบโต 5% yoy และผู้ป่วยต่างชาติเติบโต 1% yoy โดยกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติที่เติบโตโดดเด่น ได้แก่ เสียหนมา (+43% yoy), กатар (+22% yoy) และสหรัฐ (+21% yoy) อย่างไรก็ตาม รายได้จากผู้ป่วยกัมพูชาลดลง 72% yoy ซึ่งมาหักล้างการเติบโตดังกล่าว หากไม่รวมกัมพูชา รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติจะเติบโตแข็งแกร่งที่ 10% yoy อัตราภาษีที่แท้จริงอยู่ที่ 17.5% ใน 4Q25 เทียบกับ 15.9% ใน 4Q24 จากสิทธิประโยชน์ BOI ที่ลดลง ส่งผลให้อัตรากำไรของ BDMS ปรับตัวลดลงราว 2.6 ppt yoy จากค่าใช้จ่ายที่กล่าวข้างต้น

Key Financials

Year to 31 Dec (Btm)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Net turnover	107,867	111,507	119,990	127,183	132,979
EBITDA	26,646	27,076	30,537	32,345	33,885
Operating profit	20,514	20,228	23,637	25,079	26,246
Net profit (rep./act.)	15,987	15,848	18,593	19,834	20,763
Net profit (adj.)	15,987	15,848	18,593	19,834	20,763
EPS (Bt)	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3
PE (x)	21.3	21.5	18.3	17.1	16.4
P/B (x)	3.4	3.2	3.1	2.9	2.8
EV/EBITDA (x)	13.1	12.9	11.5	10.8	10.3
Dividend yield (%)	3.5	4.7	4.1	4.4	4.6
Net margin (%)	14.8	14.2	15.5	15.6	15.6
Net debt/(cash) to equity (%)	9.7	9.7	5.1	3.8	2.6
Interest cover (x)	61.5	75.9	270.6	n.a.	n.a.
ROE (%)	16.4	15.4	17.2	17.5	17.6
Consensus net profit (Btm)	-	-	17,222	18,223	19,717
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.08	1.09	1.05

Source: BDMS, Bloomberg, UOB Kay Hian

BUY (Maintained)

Share Price	Bt21.40
Target Price	Bt32.00
Upside	+49.5%

ANALYST(S)

Benjaphol Suthwanich

+662 659 8301

Benjaphol@uobkayhian.co.th

ASSISTANT ANALYST(S)

Nonpawit Vathanadachakul

Stock Data

GICS sector	Health Care
Bloomberg ticker:	BDMS TB
Shares issued (m):	15,892.0
Market cap (Btm):	340,088.8
Market cap (US\$m):	10,948.4
3-mth avg daily t'over (US\$m):	43.5

Price Performance (%)

52-week high/low	Bt24.90/Bt17.40				
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
7.0	15.1	2.4	(8.5)	10.9	

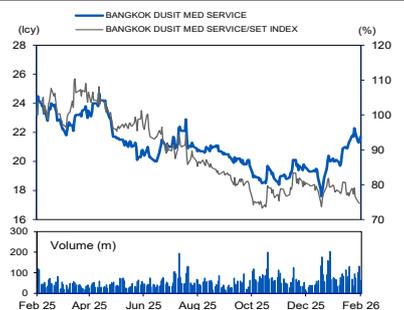
Major Shareholders

Prasartong-osothe family	18.0
Thai NVDR	13.7

Balance Sheet Metrics

FY26 NAV/Share (Bt)	6.96
FY26 Net Debt/ Share (Bt)	0.35

Price Chart



Source: Bloomberg

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.

- **แรงกดดันต่อเนื่องจากความตึงเครียดระหว่างไทย-กัมพูชา** โดยข้อพิพาทดังกล่าวยังคงส่งผลกระทบต่อปริมาณผู้ป่วยของ BDMS เห็นได้จากรายได้จากผู้ป่วยกัมพูชาที่ลดลงอย่างมาก 72% yoy ใน 4Q25 ซึ่งเราคาดว่าความอ่อนแอนี้จะยังคงยืดเยื้อและกดดันการเติบโตของรายได้ต่อไป แม้ว่าจะมีการหยุดยิงและยังสามารถเดินทางมารักษาได้ แต่การฟื้นตัวยังมีนัยสำคัญน่าจะต้องอาศัยทางออกที่ยั่งยืนมากขึ้น ปัจจุบันหลังการจัดตั้งรัฐบาลเสรีจิ้น เราคาดว่าจะเห็นพัฒนาการของแนวทางสันติระหว่างสองประเทศมากขึ้น โดยกัมพูชามีสัดส่วนรายได้ราว 3% ของ BDMS ทั้งหมด
- **เงินปันผลเพิ่มเติม Bt0.65 ต่อหุ้น** โดย BDMS ได้จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลไปแล้ว Bt0.35 ต่อหุ้น และจะจ่ายเพิ่มเติมอีก Bt0.65 ต่อหุ้น (แบ่งเป็นเงินปันผลปลายปี Bt0.40 และเงินปันผลพิเศษ Bt0.25) หลังได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในเดือนเม.ย. 26 โดยวันขึ้นเครื่องหมาย XD คือ 10 มี.ค. 26 และกำหนดจ่ายเงินปันผลวันที่ 24 เม.ย. 26 ทั้งนี้ เงินปันผลปี 2025 รวม Bt1.00 ต่อหุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลราว 4.7%
- **ผลกระทบจากประกันแบบ copayment มีแนวโน้มจะเกิดขึ้นแบบค่อยเป็นค่อยไป** โดย BDMS ระบุว่าข่าวลือล่าสุดเกี่ยวกับบริษัทประกันรายใหญ่ที่ยกเลิกกรมธรรม์แบบเหมาจ่ายไม่ใช่เรื่องเหนือความคาดหมาย เนื่องจากมีการหารือกันมาเป็นเวลาหลายปีแล้ว บริษัทมองว่าเป็นโอกาสในการเพิ่มความตระหนักรู้ด้านประกันสุขภาพและผลักดันอัตราค่าเข้าถึงในกลุ่มประชากรไทยมากขึ้น โดยผลของระบบ copayment คาดว่าจะเริ่มเห็นชัดเจนมากขึ้นในช่วง 2 ปีข้างหน้า ทั้งนี้ BDMS เชื่อว่าบริษัทประกันจะยังคงเสนอกรมธรรม์แบบเหมาจ่ายอยู่ แต่จะมีเบี้ยประกันที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่แผนแบบ copayment จะมีราคาถูกลงกว่าประมาณ 20-25% (ภายใต้สมมติฐาน copay 20%)

Valuation/Recommendation

- **คงคำแนะนำ BUY ที่ราคาเป้าหมาย Bt32.00** โดยการประเมินมูลค่าอิงจากค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ย้อนหลัง 5 ปีที่ 18.0x (ไม่รวมช่วง COVID-19) แม้จะมีแรงกดดันหลายปัจจัย Bangkok Dusit Medical Services (BDMS) ยังคงเป็นหุ้นเด่นของเรา จากมุมมองเชิงบวกต่อการเติบโตระยะยาวและความคาดหวังต่อการกลับมาของผู้ป่วยจากคูเวตภายในปีนี้

Environment, Social, Governance (ESG) Updates

Environmental

- **Energy efficiency and waste management** by using energy-saving equipment and renewable energy sources.
- **Goal of Net Zero emissions by 2050** under its BDMS Green Healthcare initiative.

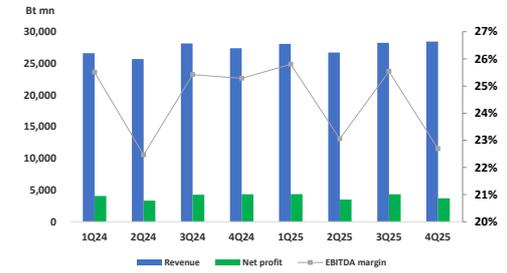
Social

- **High-quality and accessible healthcare services.**
- **Strong community engagement** with active participation in health education and disaster relief efforts.

Governance

- **BDMS has a robust sustainability governance structure.** The Corporate Sustainability Development Committee (CSD) oversees sustainability strategy, reporting, risk management, stakeholder engagement, etc.
- **Promote culture of compliance and ethics** through established codes of conduct and anti-corruption policies.

QUARTERLY PERFORMANCE



Source: BDMS, UOB Kay Hian

SPECIAL ITEMS BREAKDOWN

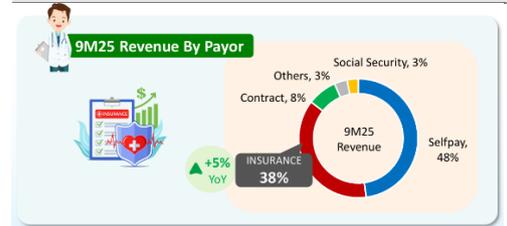
(THB mm)	4Q25	4Q24
1. Impact from flooding in Hat Yai *	(75)	-
2. Provision for lifelong medical care programs **	(229)	189
3. Provision for employee long service awards **	(40)	27
4. Write off unused assets	(72)	-
Total	(416)	216
Total net of taxes	(339)	173

Remark:

- * Insurance partially reimbursed, the rest is expected within 2026
- ** Accounting adjustments due to changes in actuarial assumptions, such as the discount rate and gold price

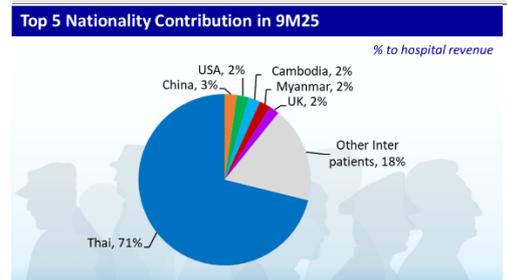
Source: BDMS

REVENUE BY PAYOR TYPE



Source: BDMS, UOB Kay Hian

REVENUE MIX BY NATIONALITY



Source: BDMS

FOREIGN PATIENT GROWTH



Source: BDMS

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Btm)	2025	2026F	2027F	2028F
Net turnover	111,507	119,990	127,183	132,979
EBITDA	27,076	30,537	32,345	33,885
Deprec. & amort.	6,848	6,901	7,266	7,639
EBIT	20,228	23,637	25,079	26,246
Total other non-operating income	113	184	188	192
Associate contributions	78	119	131	144
Net interest income/(expense)	(357)	(113)	0	0
Pre-tax profit	20,063	23,827	25,398	26,581
Tax	(3,694)	(4,646)	(4,953)	(5,183)
Minorities	(520)	(587)	(611)	(635)
Net profit	15,848	18,593	19,834	20,763
Net profit (adj.)	15,848	18,593	19,834	20,763

Cash Flow

Year to 31 Dec (Btm)	2025	2026F	2027F	2028F
Operating	22,104	26,282	27,874	29,168
Pre-tax profit	20,063	23,827	25,398	26,581
Tax	(3,694)	(4,646)	(4,953)	(5,183)
Deprec. & amort.	6,848	6,901	7,266	7,639
Working capital changes	(1,490)	687	(432)	(348)
Non-cash items	136	1,153	594	479
Other operating cashflows	319	(1,520)	131	144
Investing	(12,165)	(9,311)	(11,792)	(12,329)
Capex (growth)	(12,771)	(7,775)	(12,254)	(12,647)
Investment	3,743	3,928	4,128	4,344
Others	(3,137)	(5,464)	(3,666)	(4,026)
Financing	(10,626)	(22,354)	(14,783)	(15,478)
Dividend payments	(11,919)	(13,945)	(14,876)	(15,572)
Proceeds from borrowings	0	0	93	94
Loan repayment	(871)	(8,409)	0	0
Others/interest paid	2,163	0	0	0
Net cash inflow (outflow)	(687)	(5,382)	1,299	1,360
Beginning cash & cash equivalent	9,557	8,870	3,487	4,786
Ending cash & cash equivalent	8,870	3,487	4,786	6,146

Balance Sheet

Year to 31 Dec (Btm)	2025	2026F	2027F	2028F
Fixed assets	129,783	130,658	135,646	140,654
Other LT assets	5,069	4,888	5,146	5,408
Cash/ST investment	7,231	3,487	4,786	6,146
Other current assets	15,878	14,447	15,313	16,011
Total assets	157,961	153,480	160,890	168,219
ST debt	6,879	1,394	1,410	1,426
Other current liabilities	16,750	17,159	18,187	19,016
LT debt	10,608	7,684	7,761	7,839
Other LT liabilities	13,716	11,999	12,718	13,298
Shareholders' equity	105,894	110,543	115,501	120,692
Minority interest	4,114	4,702	5,313	5,948
Total liabilities & equity	157,961	153,480	160,890	168,219

Key Metrics

Year to 31 Dec (%)	2025	2026F	2027F	2028F
Profitability				
EBITDA margin	24.3	25.4	25.4	25.5
Pre-tax margin	18.0	19.9	20.0	20.0
Net margin	14.2	15.5	15.6	15.6
ROA	10.2	11.9	12.6	12.6
ROE	15.4	17.2	17.5	17.6
Growth				
Turnover	3.4	7.6	6.0	4.6
EBITDA	1.6	12.8	5.9	4.8
Pre-tax profit	(1.3)	18.8	6.6	4.7
Net profit	(0.9)	17.3	6.7	4.7
Net profit (adj.)	(0.9)	17.3	6.7	4.7
EPS	(0.9)	17.3	6.7	4.7
Leverage				
Debt to total capital	13.7	7.3	7.1	6.8
Debt to equity	16.5	8.2	7.9	7.7
Net debt/(cash) to equity	9.7	5.1	3.8	2.6
Interest cover (x)	75.9	270.6	n.a.	n.a.

IMPORTANT NOTICE - DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

This report is provided subject to various disclosures and disclaimers (the "Disclosures / Disclaimers") which form an integral part of this report and are available at the following link: <https://research-api.uobkayhian.com/assets/disclaimer/83c315d1-ca75-4d8c-9aa5-f27a8d9acd8d> or by scanning the QR code below:



The Disclosures / Disclaimers contain important information, including without limitation, (a) exclusions of liability, (b) confidentiality obligations, (c) restrictions on publication, circulation, reproduction, distribution and use of the report, (d) potential conflicts of interest, and (e) disclosures and requirements specific to recipients in the United States and other applicable jurisdictions.

Specifically, this report is intended for general circulation and informational purposes only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation, or particular needs of any individual person. It is not intended to constitute personal investment advice or a recommendation to buy or sell any investment product or security. You should independently evaluate the information and, where necessary, seek advice from a qualified financial adviser regarding the suitability of any investment, taking into account your specific objectives, financial situation and needs, before making any investment decision. Analyst certifications required under applicable regulations, including SEC Regulation AC (where relevant), are included in this report.

Recipients of this report must carefully read, review and understand the full Disclosures / Disclaimers before using or relying on any information in this report. By accessing, receiving or using this report, you acknowledge and confirm that you have read, understood, accepted and agreed to be bound by the Disclosures / Disclaimers (as may be amended or updated from time to time) in full."