

เครือข่ายแข็งแกร่ง เติบโตมั่นคง

เราริเริ่มต้นบทวิเคราะห์ BDMS ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 28 บาท เนื่องจาก 1) เครือข่ายธุรกิจที่แข็งแกร่ง เข้าถึงง่ายจากการกระจายตัวของโรงพยาบาลในทุกภูมิภาค 2) โอกาสการเติบโตจากความต้องการในตลาดที่สูง 3) การเข้ามาของผู้ป่วยต่างชาติที่มากขึ้น และ 4) แนวโน้มค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพต่อคนที่คาดสูงขึ้น ตามการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุในประเทศไทย โดยเราประเมินกำไรสุทธิปี 2024/25/26 เติบโตที่ 10%/7%/6% จาก 1) การรับรู้รายได้โรงพยาบาลในต่างจังหวัดเติบโต และ 2) แผนเปิดโรงพยาบาลใหม่ 2 แห่งใน 1H25 และแห่งที่ 3 ในช่วงปี 2026-27

คาดการณ์เติบโตของกำไรในปี 2025

- เรามองว่ากำไรสุทธิปี 2024-25 จะเติบโตอยู่ที่ 1.6 หมื่นล้านบาท (+10%) และ 1.7 หมื่นล้านบาท (+7% YoY) ตามลำดับ หนุนจาก 1) การเติบโตของโรงพยาบาลต่างจังหวัด 2) การเปิดโรงพยาบาล และขยายจำนวนเตียงกว่า 410 เตียง และ 3) สัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติที่มียอดค่าใช้จ่ายต่อปีสูงที่มากขึ้น รับอานิสงส์จากการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยว
- อัตรากำไร EBITDA Margin ปี 2024-25 คาดทรงตัวในระดับสูงที่ 24-25% จาก 1) จำนวนเฉลี่ยผู้ป่วยต่อวัน (ADC) ที่คาดเติบโต (9M24: +3% YoY) ส่งเสริมอัตราครองเตียงสูงขึ้น 2) การคุมต้นทุนที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น และ 3) ค่าใช้จ่ายช่วงต้นของโรงพยาบาลเปิดใหม่ในปี 2025
- ในขณะที่มุมมองต่อผลประกอบการในไตรมาส 4 มีแนวโน้มที่จะเห็นการอ่อนตัวของกำไรสุทธิอยู่ที่ 4 พันล้านบาท อ่อนตัว QoQ จากการเข้าสู่ช่วง Low season ของโรงพยาบาลในประเทศไทยด้วยที่เป็นช่วงเทศกาล และวันหยุดยาว แต่คาดเติบโต YoY จากอัตราการครองเตียงที่สูงขึ้น

ความท้าทายในปี 2025

รายได้โรงพยาบาลอาจได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายจ่ายร่วม (Copayment) ของประกันตั้งแต่ปี 2025 เป็นต้นไป โดยอาจส่งผลให้ 1) ยอดผู้ป่วย OPD ที่อาการไม่สาหัสเติบโตแบบชะลอตัว และ 2) ระยะเวลาครองเตียงของผู้ป่วย IPD สั้นลง ซึ่ง BDMS มีสัดส่วนรายได้โรงพยาบาลที่มากกว่าประกันสูงถึง 36% และ 37% ในปี 2023 และ 9M24 ตามลำดับ

เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยแนะนำ "ซื้อ"

- ประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 28 บาท จากการคำนวณผ่านวิธีคิดลดเงินปันผล (DDM) ด้วยสมมติฐาน COE 8% และ TG 4% เทียบเป็น PE ที่ 26x
- BDMS มีพื้นฐานแข็งแกร่ง และราคาหุ้นที่น่าสนใจซื้อขายที่ EV/EBITDA'25 ที่ 13x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยคู่แข่งที่ 16x และ PE'25 ที่ 22x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีของบริษัทที่ 35x และใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงพยาบาล
- เมื่อพิจารณาถึงปัจจัยนอกฤดูการช่วงไตรมาสที่ 4 และการรับรู้การเปลี่ยนแปลงนโยบายจ่ายร่วมของประกัน (Copayment) ส่งผลให้ราคาหุ้นอาจปรับตัวลงในระยะสั้น ซึ่งเรามองว่าเป็นโอกาสในการเข้าลงทุนระยะยาว

BUY

Fair price: Bt28

Upside (Downside): 20.2%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	BDMS TB
Current Price (Bt)	23.30
Market Cap. (Bt m)	370,284
Shared Issued (mn)	15,892
Par Value (Bt)	0.10
52 Week High / Low (Bt)	31.25 / 23.2
Foreign Limit / Actual (%)	30.00 / 25.34
NVDR Shareholders (%)	12.34
Free Float (%)	66.74
Number of Retail Holders	74,542
Dividend Policy (%)	>50% of Net Profit
Industry	Services
Sector	Health Care Services
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	N.A.
SET ESG Ratings	A

Major Shareholders

11 Sep 24

Thai NVDR Company Limited	12.34
Mr. Prasert Prasarttong-Osoth	9.39
Miss Poramaporn Prasarttong-Osoth	5.78
South East Asia UK (Type C) Nominees	4.44
The Viriyah Insurance PCL	4.27

Key Financial Summary

Year End Dec	2023A	2024E	2025E	2026E
Revenue (Bt m)	100,853	110,379	119,849	128,966
Core profit (Btm)	14,375	15,763	16,847	17,907
Net Profit (Bt m)	14,375	15,763	16,847	17,907
NP Growth (%)	14.0	9.7	6.9	6.3
EPS (Bt)	0.90	0.99	1.06	1.13
PER (x)	25.76	23.49	21.98	20.68
BPS (Bt)	6.22	6.53	6.83	7.15
PBV (x)	3.75	3.57	3.41	3.26
DPS (Bt)	0.70	0.79	0.85	0.90
Div. Yield (%)	3.0	3.4	3.6	3.9
ROA (%)	10.1	10.7	11.0	11.3
ROE (%)	14.9	15.6	15.9	16.1

Source: Pi Estimated

Analyst: Tanadech Rungsritthananon

Registration No. 017926

Email: tanadech.ru@pi.financial

Assistant: Pakjira Manatangsakunkit

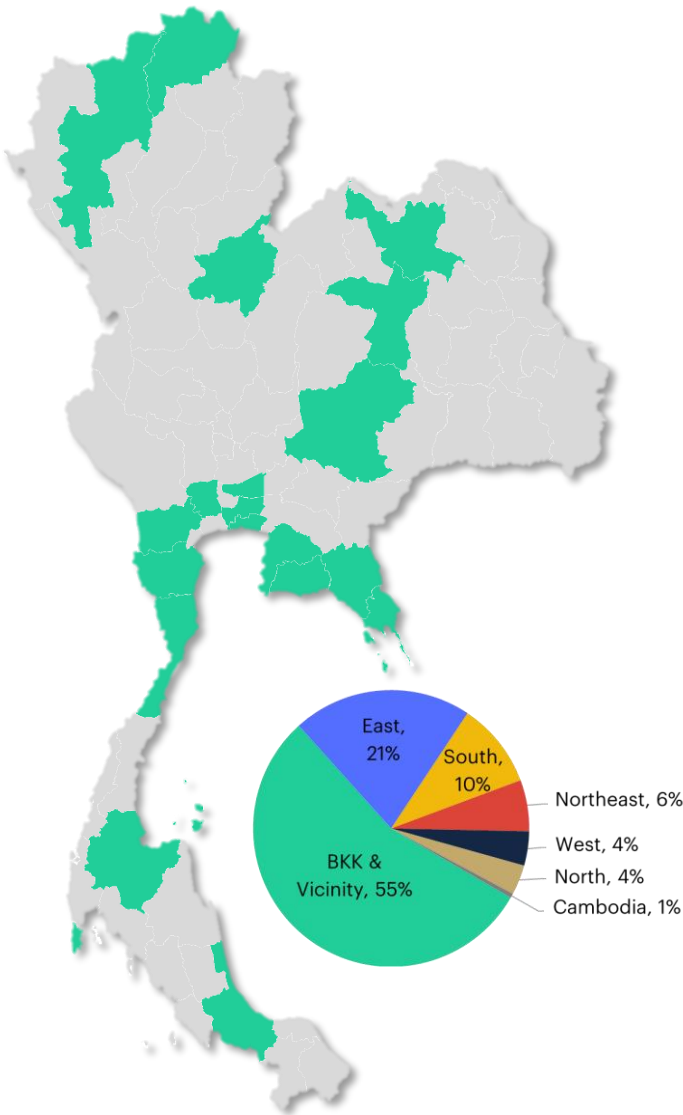
เครือข่ายธุรกิจที่แข็งแกร่งส่งผลให้ความผันผวนของอัตรากำไรสุทธิต่ำ

BDMS มีโรงพยาบาลครอบคลุมในทุกภูมิภาคของประเทศไทย ด้วยจำนวนสาขาในประเทศไทยทั้งหมด 58 แห่ง กระจายตัวอยู่ใน 20 จังหวัด ถือเป็นเครือข่ายโรงพยาบาลเอกชนที่ใหญ่ที่สุดของประเทศไทย โดยเรามองว่าจะเป็นพื้นฐานสำคัญที่จะหนุนให้ BDMS มีโอกาสเติบโตทั้งจากการขยายตัวของตลาดเพื่อสุขภาพในอนาคต และการครอบครองส่วนแบ่งการตลาดที่สูง ระหว่างโรงพยาบาลเอกชน (ในปี 2024 มีจำนวนเตียงคิดเป็น 26% ของโรงพยาบาลเอกชนทั้งหมด และ 5% ของโรงพยาบาลในประเทศไทย)

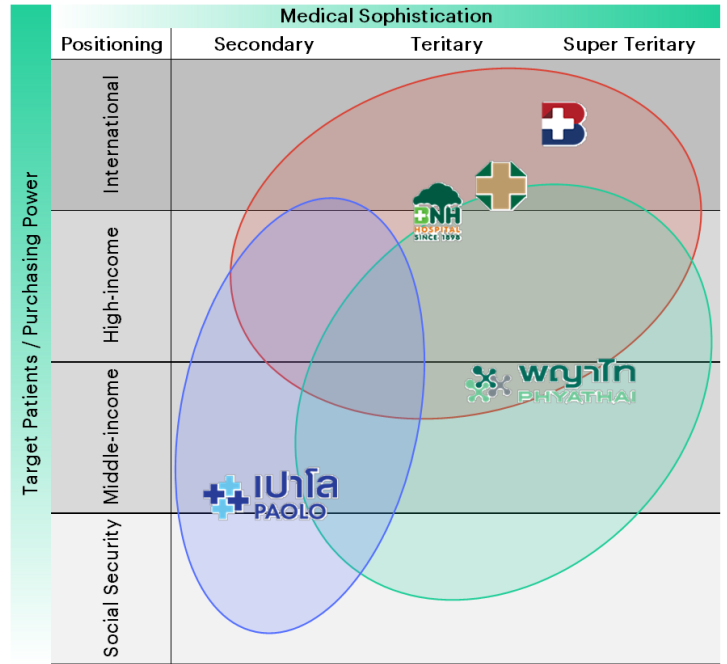
ธุรกิจมีโอกาสเติบโตด้วยเครือข่ายโรงพยาบาลที่แข็งแกร่งจาก 1) การกระจายตัวของโรงพยาบาลช่วยลดความหนาแน่นของผู้ป่วยในโรงพยาบาลหลัก ส่งเสริมให้สามารถรองรับผู้ป่วยได้มากขึ้น 2) จำนวนเตียง และสาขาที่มาก ทำให้มีตัวเลือกในการส่งต่อผู้ป่วยระหว่างโรงพยาบาลในเครือ นำไปสู่อัตราการใช้สินทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ (Assets Utilization) 0.75x สูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีย้อนหลังของบริษัทเองที่ 0.63 รวมถึงค่าเฉลี่ยปี 2024 ของคู่แข่งที่ 0.70x (BH, BCH, CHG, RJH, PR9, VIBHA และ VIH) และ 3) แบนด์ที่กว้างสามารถรองรับกลุ่มผู้ป่วยได้หลายระดับเพิ่มโอกาสในการเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดของกลุ่มธุรกิจโรงพยาบาลมากยิ่งขึ้น

อีกทั้งเป็นส่วนหนึ่งที่ส่งเสริมอัตรากำไรสุทธิให้เติบโตอย่างมั่นคง โดยคาดปี 2024-25 อยู่ที่ 14% บนค่าความแปรผัน (Variance) 10 ปีย้อนหลังที่ 5x และ 4.9x หากไม่นับช่วง Covid-19 (ปี 2020-22) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งในธุรกิจโรงพยาบาล (BH, BCH, CHG, RJH, PR9, VIBHA และ VIH) ที่ 35.5x และ 7.4x ตามลำดับ

เครือข่ายครอบคลุมทุกภูมิภาคของประเทศไทย

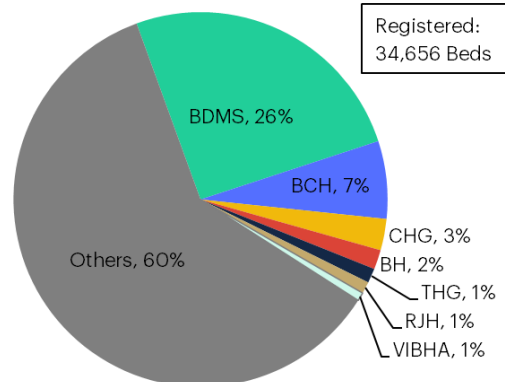


Source: Pi research, company data



Source: company data

ส่วนแบ่งการตลาด ตามเตียงโรงพยาบาลเอกชน



Registered: 34,656 Beds

Source: National Statistical Office (NSO), company data

โอกาสในการเติบโตจากความต้องการในตลาดที่สูง และคาดการณ์การเติบโตในปี 2025

ประเทศไทยมีความท้าทายจากจำนวนแพทย์ที่ไม่เพียงพอต่อความต้องการ โดยมีการกระจุกตัวของบุคลากรทางการแพทย์ในเขตเมือง ปัจจุบันจำนวนแพทย์ต่อประชากรไทยมีอัตราส่วนอยู่ที่ 1:988 (1 ต่อประชากร 1,000 คน) ต่ำกว่ามาตรฐานขององค์การอนามัยโลก (World Health Organization: WHO) ที่ 1:400 (2.5 ต่อประชากร 1,000 คน) และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยตลาดสากล (กลุ่มตัวอย่าง 20 ประเทศที่มีชื่อเสียงด้านการแพทย์) ที่ 3.2 คน

อย่างไรก็ตาม เรามองว่าเป็นโอกาสดีต่อการขยายธุรกิจของ BDMS เมื่อพิจารณาจาก 1) ความต้องการบริการทางการแพทย์ที่สูงในพื้นที่ห่างไกล 2) จำนวนแพทย์ที่ขยายตัวต่อเนื่องใน 10 ปีที่ผ่านมา ด้วยอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีแบบทบต้น (CAGR) ที่ 9% สูงกว่าการเติบโตของประชากรที่ 0.2% และ 3) การผลักดันของกระทรวงสาธารณสุข ตั้งเป้าหมายแพทย์จบใหม่กว่า 3.1 หมื่นคนภายใน 10 ปี ส่งเสริมจำนวนแพทย์ในปี 2035 ให้อยู่ที่ราว 1 แสนคนต่อประชากรไทย 66 ล้านคน คิดเป็นอัตราส่วน 1:660 ถึงแม้ว่าจะยังต่ำกว่าเกณฑ์สากล แต่ก็สะท้อนภาพการพัฒนาในทิศทางบวก สอดรับกับแนวโน้มการขยายตัวของโรงพยาบาล

ซึ่งเรามองว่า BDMS ได้เปรียบคู่แข่งในส่วนของระบบ และความชำนาญในการบริหารสาขาที่กระจายตัวของโรงพยาบาล ดังนั้นเราคาดการณ์การเติบโตกำไรสุทธิของ BDMS ที่ราว 6-7% ในปี 2025-26 จากแผนการเปิดโรงพยาบาลเพิ่มตั้งแต่ช่วงต้นปี 2025-26 อีกราว 3 แห่ง ได้แก่ โรงพยาบาลเด็กนานาชาติสมิติเวช (100 เตียง) โรงพยาบาลพญาไทบ่อวิน (220 เตียง) และโรงพยาบาลกรุงเทพเขาใหญ่ (53 เตียง) รวมถึงการขยายศักยภาพการรองรับผู้ป่วยที่โรงพยาบาลกรุงเทพเชียงใหม่ (90 เตียง) และ โรงพยาบาลพญาไท 1 (160 เตียง) ด้วยเป้าหมายการมีจำนวนเตียงทั้งหมดที่ 9,300 เตียงภายในปี 2027

จำนวนเตียง และแพทย์ต่อประชากร 1,000 คน

Beds per 1,000 People			Physicians per 1,000 People	
Focused Country	No. of Beds	Ratio	No. of Phtsicians	Ratio
Canada	100,670	2.5	97,384	2.4
Singapore	12,025	2.1	17,466	3.0
Japan	1,500,000	12.1	343,000	2.8
Spain	159,049	3.3	301,684	6.3
UK	103,000	1.5	390,000	5.6
UAE	18,400	1.6	27,268	2.4
Costa Rica	5,641	1.1	14,210	2.8
Israel	28,000	3.0	44,840	4.8
India	1,300,000	0.9	1,308,009	0.9
France	369,423	5.5	216,000	3.2
Germany	476,900	5.7	428,500	5.1
Oman	7,691	1.4	6,117	1.1
Czech Republic	69,900	6.5	40,823	3.8
South Korea	663,100	12.8	135,000	2.6
Taiwan	171,700	7.4	54,016	2.3
Thailand	171,341	2.4	72,501	1.0
Italy	209,568	3.5	249,000	4.2
Dominican Republic	11,125	1.0	25,633	2.2
Argentina	124,000	2.7	98,000	2.1
China	8,005,000	5.6	4,780,000	3.4
USA	916,752	2.6	1,109,460	3.2
Peers Average of 20 Countries		4.2	3.2	

Source: Pi research, World Health Organization (WHO), The Medical Council of Thailand (TMC), Worldometers

การขยายตัวของผู้ป่วยต่างชาติเป็นโอกาสสู่การเป็นศูนย์กลางทางการแพทย์ของโลก

ประเทศไทยเป็นหนึ่งในประเทศที่มีศักยภาพในการเป็นศูนย์กลางทางการแพทย์ (Medical Hub) ของโลก อ้างอิงจากผลสำรวจของ Medical Tourism Index (MTI) ที่จัดประเทศไทยอยู่ในลำดับที่ 17 จากประเทศทั่วโลก เป็นที่ยอมรับมากที่สุดด้วย 3 ปัจจัยหลัก ได้แก่

1) ค่าใช้จ่ายบริการเพื่อสุขภาพที่น่าดึงดูดจากมุมมองของผู้ป่วยต่างชาติเมื่อเทียบกับประเทศที่มีชื่อเสียงด้านการรักษาในตลาดสากล อิงจากค่าใช้จ่ายเริ่มต้นในการพบแพทย์ทั่วไปของโรงพยาบาลเอกชนสำหรับผู้ป่วยต่างชาติ โดยประเทศไทยมีค่าใช้จ่ายที่เป็นสกุลเงินเหรียญสหรัฐต่ำกว่าตลาดถึง 3.4x ต่ำที่สุดเป็นอันดับ 5 จากกลุ่มตัวอย่าง 20 ประเทศบนผลสำรวจเดียวกัน

2) เทคโนโลยีด้านการรักษาที่ทันสมัย รวมถึงการบริการที่ดี ด้วยจำนวนโรงพยาบาลที่ผ่านมาตรฐาน JCI (Joint Commission International) จำนวน 51 แห่ง สูงสุดในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และติดอันดับที่ 5 ของโลก ซึ่ง BDMS มีจำนวนโรงพยาบาลที่ผ่านเกณฑ์มากที่สุดถึง 11 แห่ง คิดเป็น 22% ของประเทศไทย ส่งเสริมความเชื่อมั่นที่ต่างชาติมีต่อมาตรฐาน และคุณภาพการรักษา

และ 3) สิ่งแวดล้อมที่เหมาะสมแก่การพักผ่อน หรือการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ โดย BDMS มีเครือข่ายโรงพยาบาลครอบคลุม 5 จังหวัดที่มีชาวต่างชาติมาเยือน และ 5 จังหวัดที่มีรายได้จากการท่องเที่ยวสูงสุดในประเทศไทย ประกอบกับโครงการ BDMS Mövenpick Wellness Resort ที่มุ่งเน้นรองรับกลุ่มตลาดท่องเที่ยวเพื่อสุขภาพตั้งแต่ปี 2019

ในปี 2023 และ 9M24 BDMS มีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติอยู่ที่ 27% และ 28% ตามลำดับ ซึ่งยอดการรักษานอกต่างชาติดีขึ้นถึง 22% เมื่อเทียบกับ 9M19 (Pre-covid) โดยถึงแม้จะรวมผลดำเนินงานช่วง Covid-19 (2020-22) ที่ผู้ป่วยต่างชาติ (Fly-in) ไม่สามารถบินเข้ามาทำการรักษาได้ เต็มที่ แต่อัตราการเติบโตเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังก็ยังมีอัตราการเติบโตเป็นบวกที่ 3.3% CAGR สะท้อนการเติบโตของผู้ป่วยชาวต่างชาติในช่วงปกติที่แข็งแกร่ง

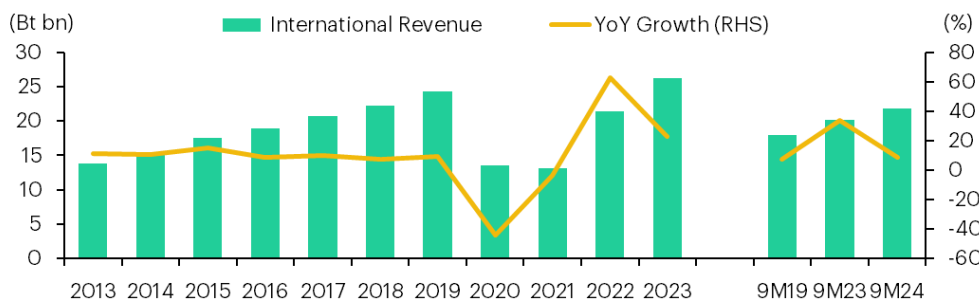
ประชากรไทยมีกำลังจ่ายปานกลางในการเข้าพบแพทย์เอกชน แต่เป็นระดับที่น่าดึงดูดสำหรับต่างชาติ

Perspective on Medical Service Cost			Foreigner		Local	
MTI Perception Ranking*	Focused Country	Local Currency	Average Private Doctor / 15 Minutes Visit	Cost in USD**	Average Cost / Meal with a Drink in the Business District	Times (x)
1	Canada	CAD	132	93.0	25	5.3
2	Singapore	SGD	111	82.2	15	7.4
3	Japan	JPY	6,000	39.0	1,031	5.8
4	Spain	EUR	56	58.9	18	3.1
5	UK	GBP	61	77.2	15	4.1
10	India	INR	1,138	13.4	369	3.1
15	South Korea	KRW	200,000	139.3	11,240	17.8
16	Taiwan	NTD	1,700	52.3	150	11.3
17	Thailand	THB	700	20.5	100	7.0
33	China	RMB	107	14.7	37	2.9
46+	USA	USD	168	168.0	20	8.4
Peers Average of 20 Countries				68.8		6.5

*MTI ranking based on Americans perception survey of each country environment, medical tourism industry, quality and facilities.

**Exchange rate as of 16 December 2024

Source: Pi research, Medical Tourism Index (MTI), Expatistan Cost of Living



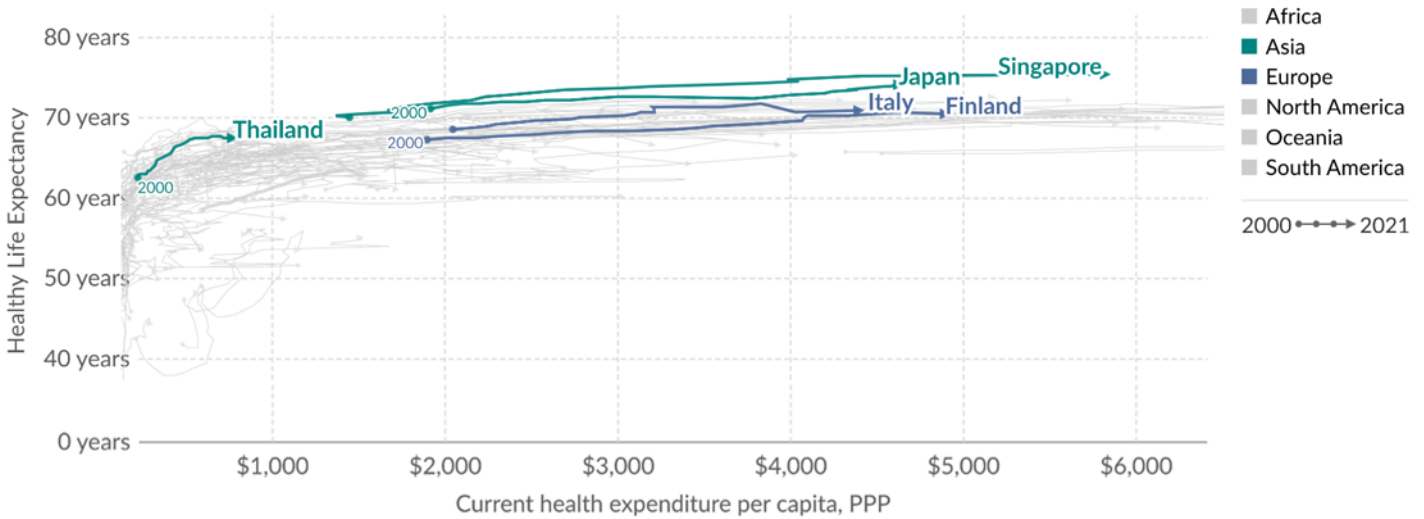
Source: Pi research, company data

แนวโน้มค่าใช้จ่ายเพื่อสุขภาพต่อคนที่เติบโตจากการขยายตัวของสังคมผู้สูงอายุ

ปัจจุบันประเทศไทยมีสัดส่วนผู้สูงอายุชาวไทยที่อายุมากกว่า 60 ปีอยู่ที่ราว 20% ของประชากรทั้งหมด และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 31% ภายในปี 2042 อิงจากประมาณการของสำนักอนามัยผู้สูงอายุ โดยเมื่อเราพิจารณาค่าใช้จ่ายเพื่อสุขภาพต่อคน และ ค่าเฉลี่ยอายุขัยของประชากรในประเทศที่ยาวขึ้น ผ่านตัวอย่างของประเทศที่มีลักษณะของสังคมผู้สูงอายุ เช่น ญี่ปุ่น อิตาลี ฟินแลนด์ และ สิงคโปร์ พบว่ามีอัตราการเติบโตไปในทิศทางเดียวกัน ดังนั้นเราจึงมองว่าธุรกิจเพื่อสุขภาพในไทยมีโอกาสเติบโตที่สูง จากค่าใช้จ่ายเชิงสุขภาพที่มากขึ้นผ่านการขยายตัวของสังคมผู้สูงอายุ

เรามองว่าจะหนุนให้มีการเติบโตของรายได้ที่สูงขึ้นจาก 1) สัดส่วนผู้สูงอายุที่เจ็บป่วยด้วยโรคประจำตัว (63% จากจำนวนผู้สูงอายุทั้งหมด) สูงกว่าช่วงอายุอื่นที่ 9%-23% และ 2) การผสานงานร่วมกันของศูนย์การแพทย์แห่งความเป็นเลิศ (Center of Excellence : CoE) และศูนย์บริการเพื่อสุขภาพ (Wellness) ครอบคลุมกลุ่มลูกค้าของสภาพสังคมในอนาคต โดยมีการเปิดศูนย์เพื่อสุขภาพอีก 1 แห่ง BDMS Silver Wellness & Residence ซึ่งอยู่ในระหว่างการก่อสร้าง และมีกำหนดให้บริการในปี 2029

ค่าใช้จ่ายทางการแพทย์สูงขึ้น ตามการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ



Source: Pi research, Our World in Data, Institute for Health Metrics and Evaluation (IHME), Global Burden of Disease (2024)

BDMS Silver Wellness & Residence



Source: company data

ประวัติบริษัท

บริษัทก่อตั้งตั้งแต่ปี 1971 โดย นพ.ปราเสริฐ ปราสาททองโอสถ ซึ่งเป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจให้บริการด้านสุขภาพ มุ่งเน้นกลุ่มลูกค้าตลาดระดับกลางถึงบน เครือข่ายธุรกิจโรงพยาบาลประกอบไปด้วย 6 กลุ่มโรงพยาบาลหลัก ได้แก่ โรงพยาบาลกรุงเทพ โรงพยาบาลสมิติเวช โรงพยาบาลบีเอ็นเอช โรงพยาบาลพญาไท โรงพยาบาลเปาโล โดยมีโรงพยาบาลทั่วประเทศทั้งสิ้น 58 แห่ง และกลุ่มโรงพยาบาลรอยัล ซึ่งตั้งอยู่ในประเทศกัมพูชาอีก 2 แห่ง ได้แก่ โรงพยาบาลรอยัลอังกอร์ อินเทอร์เน็ตเซ็นแนล ในเมืองเสียมเรียบ และโรงพยาบาลรอยัลพนมเปญ ในเมืองพนมเปญ



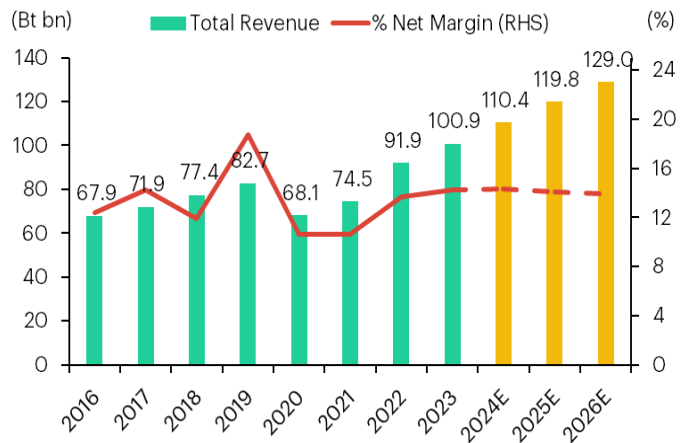
ประมาณการและสมมติฐานสำคัญ

- เราประเมินกำไรสุทธิของ BDMS เติบโต 10%/7%/6% ในปี 2024/25/26 ตามลำดับ (+8% CAGR) เนื่องจาก 1) การรับรู้รายได้โรงพยาบาลในต่างจังหวัดที่เติบโตจากจำนวนผู้ป่วยที่มากขึ้น 2) แผนการเพิ่มจำนวนเตียง และเปิดโรงพยาบาลอีก 3 แห่งในปี 2025-27 (โรงพยาบาลเด็กนานาชาติสมิติเวช, โรงพยาบาลพญาไทบ่อวิน, โรงพยาบาลกรุงเทพเขาใหญ่) และ 3) สัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติที่มียอดค่าใช้จ่ายต่อปีสูง คาดเติบโตอยู่ที่ 28% ของรายได้โรงพยาบาลทั้งหมดในปี 2025
- เราประเมินว่าอัตรากำไร EBITDA Margin จะทรงตัวระดับสูงที่ราว 24-25% ในปี 2024-26 จากจำนวนเฉลี่ยผู้ป่วยต่อวัน (ADC) ที่คาดเติบโต (9M24: +3% YoY) ส่งเสริมอัตรากำไรเฉลี่ยสูงขึ้นในปี 2024-26 อยู่ที่ราว 72-73%
- เราคาดว่า SG&A ต่อรายได้ลดลงอยู่ที่ 19% ในปี 2024-26 จาก 20% ในปี 2023 จากการควบคุมค่าใช้จ่ายที่ต่อเนื่อง

ประมาณการต่อประเภทรายได้ การเติบโต และอัตรากำไรสุทธิ

Revenue Breakdown by Business					
Value (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Hospital Operation	88,535	97,077	105,122	114,142	122,825
Sales of Goods	3,399	3,776	5,256	5,707	6,141
Total Revenue	91,934	100,853	110,379	119,849	128,966

Sales Growth, Gross Profit Margin, SG&A					
Growth and Margin (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue Growth	23.5	9.7	9.4	8.6	7.6
Gross Profit Margin	36.6	37.1	36.9	36.5	36.3
SG&A to Sales	19.2	19.6	19.2	19.0	19.0
Net Profit Growth	58.8	14.0	9.7	6.9	6.3



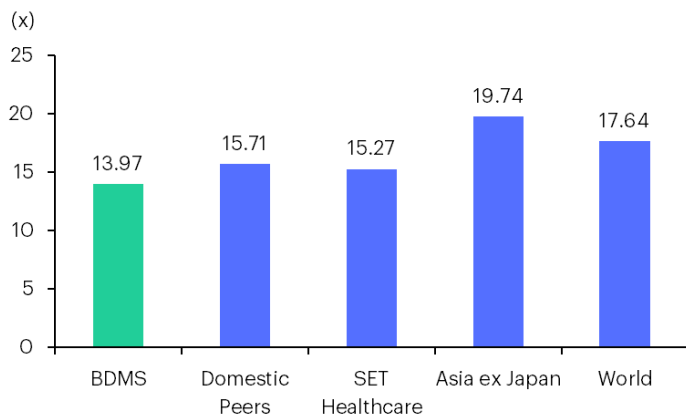
Source: Pi research, company data

Source: Pi research, company data

การประเมินมูลค่าหุ้น

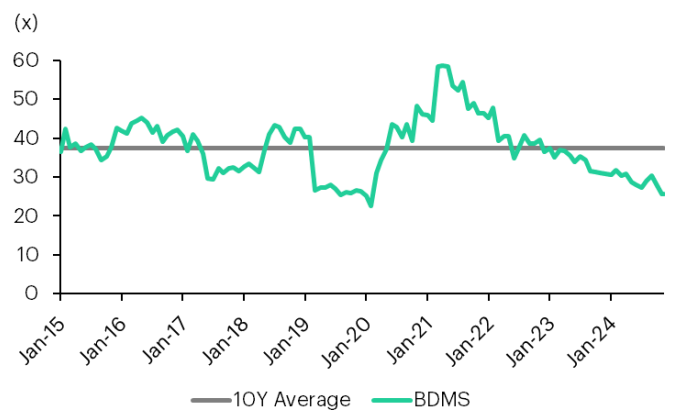
- เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ BDMS ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” มูลค่าพื้นฐาน 28 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดเงินปันผล (DDM) ด้วยสมมติฐาน ต้นทุนเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ที่ 8% และการเติบโตระยะยาว (TG) 4% เทียบเป็น PE ที่ 26x
- BDMS ซื้อขายที่ EV/EBITDA'25 ที่ 13x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีของบริษัทที่ 21x (ไม่รวมช่วงแพร่ระบาดของ Covid-19 ในปี 2020-22) และถือว่าถูกกว่าค่าเฉลี่ยปัจจุบันของกลุ่มโรงพยาบาลที่ 16x (BH, BCH, CHG, RJH, PR9, VIBHA และ VIH) ในขณะที่ค่า PE'25 ที่ 22x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีของบริษัทที่ 35x และใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงพยาบาล
- เราให้คำแนะนำ “ซื้อ” จาก 1) โอกาสการเติบโตบนเครือข่ายโรงพยาบาลที่แข็งแกร่ง 2) อุปสงค์ต่อแพทย์ และการรักษาที่สูงในพื้นที่ห่างไกล 3) แนวโน้มเติบโตของผู้ป่วยชาวต่างชาติผ่านการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ (Wellness Tourism) และ 4) ค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพต่อคนที่คาดสูงขึ้นตามสังคมผู้สูงอายุในประเทศไทย

EV/EBITDA (x)



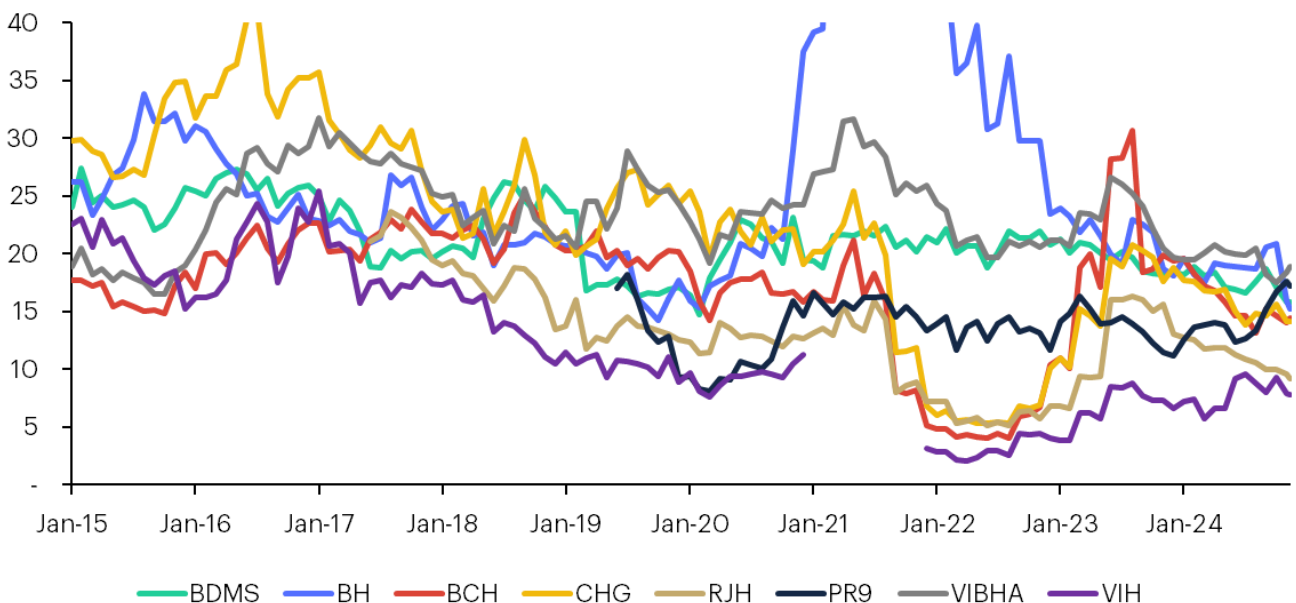
Source: Pi research, company data, Bloomberg

PE ratio (x)



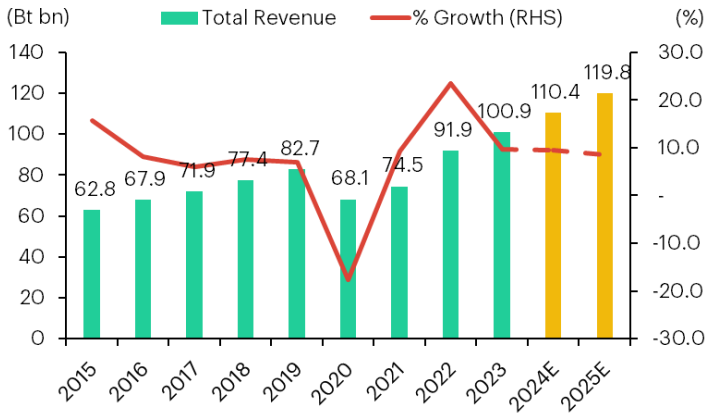
Source: Pi research, company data, Bloomberg

Historical EV/EBITDA



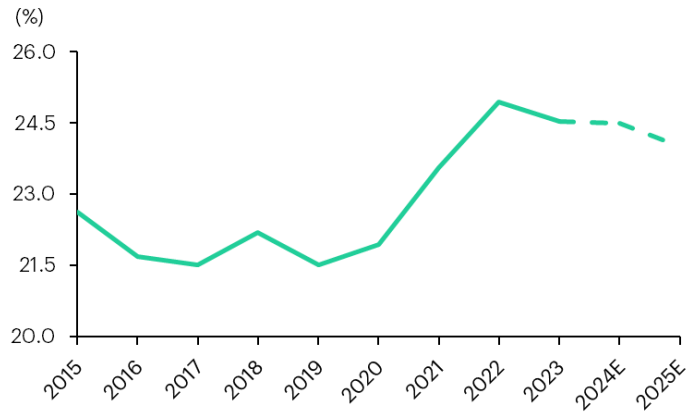
Source: Pi research, Bloomberg

ประมาณการรายได้รวม



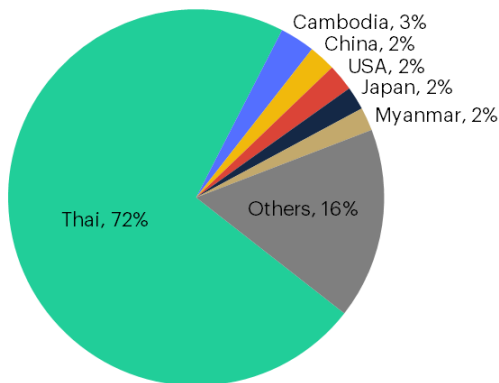
Source: Pi research, company data

EBITDA Margin



Source: Pi research, company data

สัดส่วนรายได้โรงพยาบาล 9M24 ตามสัญชาติ



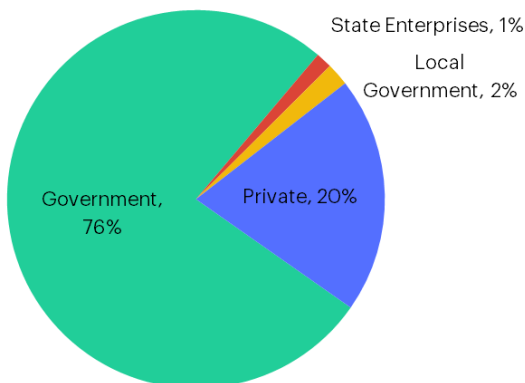
Source: company data

จำนวนเตียงผู้ป่วย 3Q24

Brand	No. of Hospital	No. of Beds
Bangkok	30	4,629
Samitivej	7	1,315
Phyathai	7	1,434
Paolo	7	807
BNH	1	115
Royal	2	133
Others	4	408
Total	58	8,841

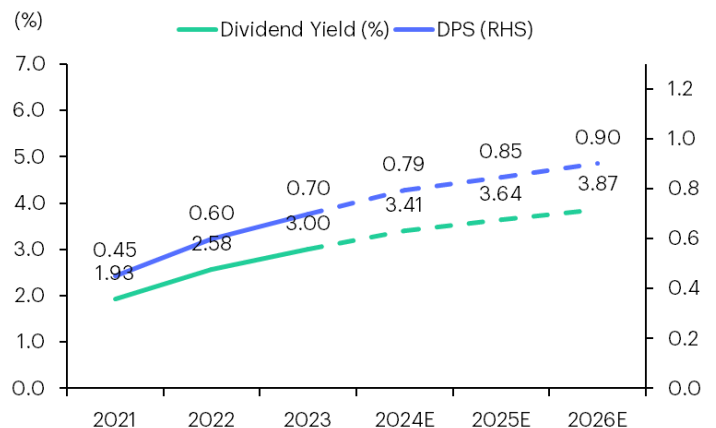
Source: company data

จำนวนเตียงทั้งหมดในประเทศไทย ตามประเภท



Source: Pi research

อัตราผลตอบแทนเงินปันผล



Source: Pi research, company data

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)						Cashflow Statement (Bt m)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cash & equivalents	12,668	7,795	9,507	9,777	10,159	CF from operation	20,266	20,778	23,828	24,909	25,953
Accounts receivable	10,484	11,558	12,529	13,631	14,667	CF from investing	(5,901)	(7,754)	(9,800)	(9,800)	(10,300)
Inventories	2,211	2,420	2,805	3,039	3,181	CF from financing	(12,631)	(17,897)	(12,316)	(14,839)	(15,272)
Other current assets	2,435	1,773	1,862	1,955	2,052	Net change in cash	1,734	(4,873)	1,712	270	382
Total current assets	27,799	23,545	26,703	28,401	30,060						
Invest. in subs & others	963	1,039	1,839	2,639	3,439	Valuation					
Fixed assets - net	82,240	87,396	90,460	93,241	96,223	EPS (Bt)	0.79	0.90	0.99	1.06	1.13
Other assets	30,540	31,616	31,766	31,926	32,103	Core EPS (Bt)	0.79	0.90	0.99	1.06	1.13
Total assets	141,543	143,596	150,767	156,207	161,825	DPS (Bt)	0.60	0.70	0.79	0.85	0.90
Short-term debt	5,500	2,500	2,020	2,139	2,254	BVPS (Bt)	5.90	6.22	6.53	6.83	7.15
Accounts payable	6,176	6,901	7,269	7,943	8,568	EV per share (Bt)	23.51	23.47	23.34	23.33	23.32
Other current liabilities	8,941	9,032	10,353	10,784	10,870	PER (x)	29.4	25.8	23.5	22.0	20.7
Total current liabilities	20,616	18,433	19,642	20,866	21,692	Core PER (x)	29.4	25.8	23.5	22.0	20.7
Long-term debt	10,498	7,999	8,079	8,140	8,186	PBV (x)	4.0	3.7	3.6	3.4	3.3
Other liabilities	16,716	18,291	19,339	18,647	18,313	EV/EBITDA (x)	16.3	15.1	13.7	12.9	12.2
Total liabilities	47,830	44,723	47,060	47,653	48,191	Dividend Yield (%)	2.6	3.0	3.4	3.6	3.9
Paid-up capital	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589	Profitability Ratios (%)					
Premium-on-share	30,166	30,166	30,166	30,166	30,166	Gross profit margin	36.6	37.1	36.9	36.5	36.3
Others	10,174	11,512	11,512	11,512	11,512	EBITDA margin	24.9	24.5	24.5	24.0	23.6
Retained earnings	47,950	51,975	56,238	60,474	64,904	EBIT margin	18.5	18.7	19.0	18.7	18.4
Non-controlling interests	3,834	3,630	4,202	4,813	5,462	Net profit margin	13.7	14.3	14.3	14.1	13.9
Total equity	93,713	98,872	103,707	108,554	113,633	ROA	9.3	10.1	10.7	11.0	11.3
Total liabilities & equity	141,543	143,596	150,767	156,207	161,825	ROE	13.9	14.9	15.6	15.9	16.1
Income Statement (Bt m)						Financial Strength Ratios					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	91,934	100,853	110,379	119,849	128,966	Current ratio (x)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
Cost of goods sold	(58,329)	(63,412)	(69,630)	(76,058)	(82,153)	Quick ratio (x)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
Gross profit	33,604	37,440	40,749	43,791	46,813	Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
SG&A	(17,655)	(19,806)	(21,153)	(22,789)	(24,534)	Net Debt/Equity (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other income / (expense)	1,034	1,258	1,354	1,367	1,472	Interest coverage (x)	26.9	34.6	41.8	42.3	44.8
EBIT	16,984	18,892	20,950	22,370	23,751	Inventory day (days)	13	13	14	14	14
Depreciation	5,950	5,848	6,080	6,397	6,731	Receivable day (days)	39	40	41	41	41
EBITDA	22,933	24,740	27,030	28,767	30,481	Payable day (days)	35	38	38	38	38
Finance costs	(632)	(547)	(501)	(529)	(530)	Cash conversion cycle	17	16	17	17	17
Non-other income / (expense)	88	217	109	133	137	Growth (% YoY)					
Earnings before taxes (EBT)	16,440	18,563	20,558	21,974	23,358	Revenue	23.5	9.7	9.4	8.6	7.6
Income taxes	(3,227)	(3,755)	(4,317)	(4,614)	(4,905)	EBITDA	30.7	7.9	9.3	6.4	6.0
Earnings after taxes (EAT)	13,212	14,808	16,241	17,359	18,453	EBIT	51.3	11.2	10.9	6.8	6.2
Equity income	42	89	94	99	103	Core profit	58.8	14.0	9.7	6.9	6.3
Non-controlling interests	(648)	(522)	(572)	(611)	(649)	Net profit	58.8	14.0	9.7	6.9	6.3
Core Profit	12,606	14,375	15,763	16,847	17,907	EPS	58.8	14.0	9.7	6.9	6.3
FX Gain/Loss & Extraordinary	-	-	-	-	-						
Net profit	12,606	14,375	15,763	16,847	17,907						
EPS (Bt)	0.79	0.90	0.99	1.06	1.13						

Source: Pi research, company data

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2024

CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ภัย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนี้

IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

Stock Rating Definition

- BUY** The stock’s total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock’s total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock’s total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock’s expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นกรอบและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย

Stock Update



20 DEC 2024

BDMS

Bangkok Dusit Medical Services PCL

SET ESG RATING 2023 (As of 15 July 2024)

Ratings : AAA

ADVANC	AJ	AMATA	BANPU	BAY	BCP	BGRIM	BKIH	BPP	CKP	CPALL
CPAXT	CPF	CRC	KBANK	KTB	KTC	M-CHAI	OR	PR9	PTT	PTTEP
PTTGC	SABINA	SCC	SCGP	STA	STGT	TFMAMA	THCOM	TISCO	TOP	WHA
WHAUP										

Ratings : AA

ACE	AMATAV	AP	BAFS	BAM	BBGI	BBL	BCH	BCPG	BDMS	BEM
BGC	BJC	BLA	BRI	BTS	CPN	DRT	EASTW	EGCO	EPG	ETC
FPI	FPT	GLOBAL	GPSC	GULF	GUNKUL	HANA	HMPRO	HTC	INTUCH	IRPC
IVL	MAJOR	MC	MFEC	MINT	NOBLE	NVD	ORI	OSP	PB	PLANB
PPS	RATCH	RS	S&J	SAT	SC	SCB	SCCC	SGP	SIRI	SJWD
SMPC	SPALI	THANI	TMT	TPBI	TPIPP	TPIPL	TTA	TTB	TTW	TVO
VGI	WICE	ZEN								

Ratings : A

ADB	AH	AOT	ASW	AWC	CBG	CENTEL	CFRESH	CK	COLOR	COM7
DEMCO	DMT	ERW	HENG	ICHI	IRC	ITEL	LH	KUMWEL	MEGA	MOONG
MSC	MTC	NDR	NER	NRF	NYT	PAP	PEER	PHOL	PJW	PM
PPP	PSL	QTC	S	SAK	SCG	SELIC	SHR	SICT	SITHAI	SNC
SNP	SPI	STEC	SUTHA	SYNEX	SYNTEC	TCAP	TFG	TGH	THIP	THREL
TKS	TOA	TOG	TSC	TSTH	TTCL	TWPC	UBE	WACOAL		

Ratings : BBB

AGE	ARROW	BA	CSC	GCAP	GFPT	III	ILM	JTS	KEX	KKP
KSL	LHFG	LIT	PCSGH	PSH	RBF	SAPPE	SAWAD	SSSC	THANA	TPCS
TQM	TVDH	UPF								

ระดับคะแนน	SET ESG Ratings
90 - 100	AAA
80 - 89	AA
65 - 79	A
50 - 64	BBB

ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนเท่านั้น มิใช่การให้คำแนะนำด้านการลงทุนหรือความเห็นด้านกฎหมาย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้ให้การรับรองในความถูกต้องของข้อมูลหรือในเรื่องของการใช้งานที่ตอบสนองวัตถุประสงค์เฉพาะอื่นใด รวมทั้งไม่รับผิดชอบ ต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้น อันเนื่องมาจากการนำข้อมูลไปว่าส่วนหนึ่งส่วนใดหรือทั้งหมดไปใช้หรืออ้างอิงหรือเผยแพร่ไม่ว่าในลักษณะใดๆ นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลง แก้ไข เพิ่มเติมข้อมูลไม่ว่าส่วนหนึ่งส่วนใดหรือทั้งหมด รวมทั้งเปลี่ยนแปลงผล SET ESG Rating ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด

แหล่งที่มา : SET ESG RATINGS : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย - ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน (Setsustainability.com)



Pi Securities



@pisecurities



support@pi.financial



www.pi.financial

Investing. simplified.