

Bangkok Dusit Medical Services (BDMS TB)

ผู้ให้บริการโรงพยาบาลเอกชนชั้นนำในภูเก็ต

คงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 27.50 บาท

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” หุ้น BDMS ที่ราคาเป้าหมาย 27.50 บาท หลังจากที่เราได้เยี่ยมชมโรงพยาบาลของ BDMS ในจังหวัดภูเก็ต เราเห็นจุดแข็งสำคัญ ได้แก่ 1) ส่วนแบ่งตลาดของโรงพยาบาลเอกชนในภูเก็ตที่โดดเด่นจากทั้ง 3 โรงพยาบาลในเครือ 2) การเติบโตของรายได้และอัตรากำไรในภูเก็ตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของทั้งกลุ่ม 3) ความสามารถในการรักษาหรือการเติบโตของกำไร แม้จะมีคู่แข่งรายใหม่เข้าสู่ตลาด จากการพัฒนาศักยภาพโรงพยาบาลอย่างต่อเนื่องและความต้องการการแพทย์ในภูเก็ตที่ยังคงเพิ่มขึ้น ปัจจุบันหุ้นยังมีมูลค่าที่ไม่แพง ด้วย P/E เพียง 20 เท่า และคาดว่ากำไรสุทธิปี 67-70 จะเติบโตเฉลี่ยต่อปีราว 5% CAGR

ส่วนแบ่งตลาดในภูเก็ตสูงสุดในโรงพยาบาลเอกชน

จังหวัดภูเก็ตมีโรงพยาบาลทั้งหมด 9 แห่ง แบ่งเป็น รพ.รัฐ 5 แห่ง และเอกชน 4 แห่ง โดย BDMS ดำเนินการอยู่ 3 แห่ง รวม 366 เตียง ซึ่งคาดว่าครองส่วนแบ่งตลาดโรงพยาบาลเอกชนมากกว่า 90% โรงพยาบาลเหล่านี้รองรับผู้ป่วยทุกกลุ่มรายได้ ได้แก่ 1) โรงพยาบาลกรุงเทพภูเก็ต ที่มีศูนย์ความเป็นเลิศทางการแพทย์ (COE) หลายแห่ง และเน้นการรักษาโรคที่ซับซ้อน 2) โรงพยาบาลสิริโรจน์ ที่เชี่ยวชาญด้านการผ่าตัด การดูแลแม่และเด็ก และรังสีรักษา 3) โรงพยาบาลดิบูก ที่ให้บริการทั้งผู้ป่วยเงินสดและประกันสังคม โดยปัจจุบันมีผู้ป่วยประกันตนประมาณ 37,000 ราย นอกจากนี้ BDMS ยังมีคลินิกย่อยอีก 3 แห่งในท่าเลยุทธศาสตร์ ได้แก่ ไกล่สนามบิน ย่านไม้ขาว และลาภูนา เพื่อส่งต่อผู้ป่วยไปยังโรงพยาบาลหลัก

รายได้และอัตรากำไรเติบโตแข็งแกร่งกว่ากลุ่ม

รายได้ผู้ป่วยต่างชาติคิดเป็น 50% ของรายได้จากโรงพยาบาลทั้งสามแห่งในภูเก็ตของ BDMS (แบ่งเป็นผู้บินเข้ามารักษา 28% และชาวต่างชาติพำนักรในไทย 22%) สูงกว่าค่าเฉลี่ยทั้งกลุ่มที่ 30% โดย 5 สัญชาติหลัก ได้แก่ รัสเซีย อังกฤษ ออสเตรเลีย เยอรมนี และฝรั่งเศส โดยรายได้ในภูเก็ตเติบโตแข็งแกร่ง 17% CAGR ในช่วงปี 63-67 (เทียบกับกลุ่มที่ 12%) โดยในปี 67 รายได้แตะ 6 พันล้านบาท (+13% YoY) และผู้บริหารคาดว่าจะในปีนี้จะเติบโตอีก 12% ขณะที่อัตรากำไรสุทธิ (NPM) ก็สูงกว่า อยู่ที่ 18% ในปี 67 (เทียบกับกลุ่มที่ 14.6%) เนื่องจากมีสัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติสูง อย่างไรก็ตามการเติบโตของกำไรสุทธิค่อนข้างช้ากว่า โดยอยู่ที่ 8% ในปี 67 (เทียบกับกลุ่มที่ 11%) เนื่องจากมีการลงทุนเครื่องมือแพทย์และปรับปรุงพื้นที่

มั่นใจแม้มีคู่แข่งใหม่เข้ามา

แม้จะมีคู่แข่งรายใหม่เข้ามาในพื้นที่ ได้แก่ โรงพยาบาล WPH ขนาด 200 เตียง (เปิด 4Q69) และ BH ขนาด 212 เตียง (เปิด 1H70) แต่ทาง BDMS นั้นไม่ได้กังวล โดยผู้บริหารชี้แจงว่าบริษัทมีแบรนด์ที่แข็งแกร่ง เครือข่ายครอบคลุมทุกกลุ่มรายได้ และยังคงลงทุนพัฒนาศักยภาพอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ BDMS ยังมีแผนเปิดคลินิกดาวเทียมเพิ่มอีก 4-5 แห่ง เพื่อขยายจุดส่งต่อผู้ป่วย ด้วยจำนวนนักท่องเที่ยวที่ยังเติบโต และอัตราส่วนประชากรต่อเตียงในภูเก็ตอยู่ที่ 295 ซึ่งจะลดลงเหลือ 288 หลังมีคู่แข่งเปิดให้บริการ แต่ยังคงสูงกว่ากรุงเทพฯ ที่ 175 เราจึงเชื่อว่า BDMS จะสามารถรักษาการเติบโตได้ต่อเนื่อง

FYE Dec (THB m)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	102,110	109,351	114,942	120,654	126,368
EBITDA	24,740	26,584	28,098	29,526	30,969
Core net profit	14,375	15,987	16,833	17,667	18,471
Core EPS (THB)	0.90	1.01	1.06	1.11	1.16
Core EPS growth (%)	14.0	11.2	5.3	5.0	4.6
Net DPS (THB)	0.70	0.75	0.76	0.80	0.84
Core P/E (x)	30.7	24.4	19.9	19.0	18.2
P/BV (x)	4.6	3.9	3.2	3.1	2.9
Net dividend yield (%)	2.5	3.1	3.6	3.8	4.0
ROAE (%)	15.5	16.4	16.5	16.5	16.4
ROAA (%)	10.1	10.8	11.1	11.6	11.8
EV/EBITDA (x)	18.4	15.1	12.4	11.8	11.2
Net gearing (%) (incl perps)	10.4	8.2	9.3	7.6	6.0
Consensus net profit	-	-	17,048	18,544	19,845
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(1.3)	(4.7)	(6.9)

Nontapat Sahakitpinyo
nontapat.sahakitpinyo@maybank.com
(66) 2658 5000 ext 2352

BUY

Share Price	THB 21.10
12m Price Target	THB 27.50 (+30%)
Previous Price Target	THB 27.50

Company Description

BDMS is the largest private hospital operator in Thailand, with total of 59 hospitals around the country, serving mid to high-end patients.

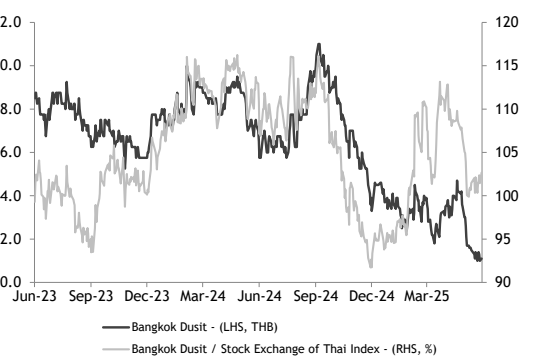
Statistics

52w high/low (THB)	31.00/21.00
3m avg turnover (USDm)	24.5
Free float (%)	66.7
Issued shares (m)	15,892
Market capitalisation	THB335.3B USD10.3B

Major shareholders:

Prasert Prasatthongsoj	11.0%
Poramaporn Prasarttong-Osoth	5.8%
Viriyah Insurance	4.3%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(10)	(12)	(23)
Relative to index (%)	(4)	(7)	(9)

Source: FactSet

Terms defined

COE - Centre of Excellence
SSO - Social Security Office
NPM - Net profit margin

Other stocks mentioned

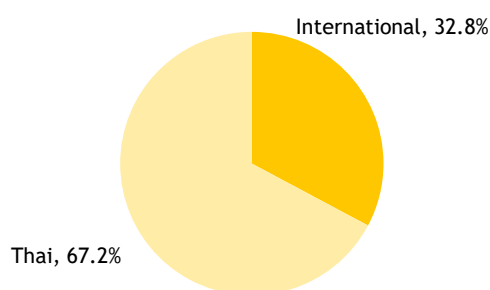
Bumrungrad Hospital (BH TB, BUY, CP THB138.5, TP THB225)
Wattanapat Hospital Trang (WPH TB, Not Rated, CP THB7.9)

Fig 1: List of hospitals in Phuket

Type	Hospital Name	Under
Public (5)	Vachira Phuket Hospital	Ministry of Public Health
	Patong Hospital	Ministry of Public Health
	Thalang Hospital	Ministry of Public Health
	Chalong Hospital	Ministry of Public Health
	Phuket Provincial Administrative Organization Hospital	Ministry of Interior
Private (4)	Bangkok Hospital Phuket	BDMS
	Siroj International Hospital	BDMS
	Dibuk Hospital	BDMS
	Mission Hospital Phuket	Christian Medical Foundation

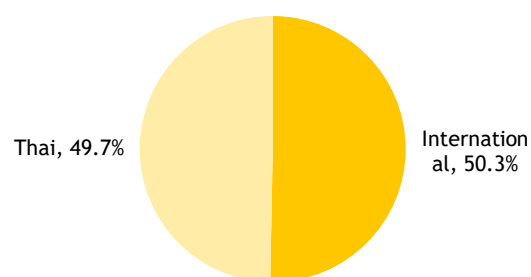
Source: BDMS, MST

Fig 2: FY24 patient visits in Phuket (Thai vs foreign)



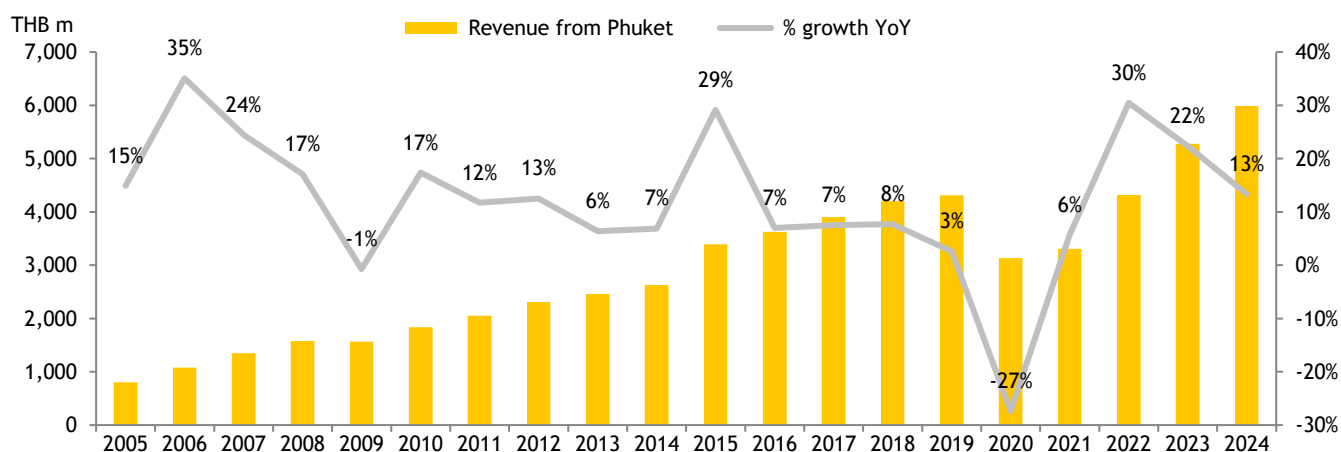
Source: BDMS, MST

Fig 3: FY24 Revenue from Phuket (Thai vs foreign)



Source: BDMS, MST

Fig 4: Historical revenue (2005-24) from BDMS's 3 Phuket hospitals



Source: BDMS, MST

Fig 5: Stronger sales growth and margins in Phuket vs Group

	BDMS Phuket	BDMS Total	% Diff
Revenue growth			
2024	13.4%	6.8%	7%
1Q25	8.7%	6.1%	3%
NPM			
2024	17.5%	14.6%	3%
1Q25	19.4%	16.1%	3%
Net profit growth			
2024	8.1%	11.2%	-3%
1Q25	1.7%	6.7%	-5%

Source: BDMS, MST

Fig 6: BDMS key figures in 2024 and 1Q25

	2024	% growth YoY	1Q25	% growth YoY
Revenue	5,988	13.4%	1,744	8.7%
EBITDA	1,527	6.7%	501	5.4%
EBITDA margin	26%		29%	
Net profit	1,048	8.1%	338	1.7%
NPM	18%		19%	

Source: BDMS, MST

Fig 7: Phuket sees stronger inbound int. pax than BKK

	International inbound passengers 5M25	% YoY growth
Phuket	2,451,416	8.5%
Bangkok	13,252,181	2.2%
Total	16,304,385	3.3%

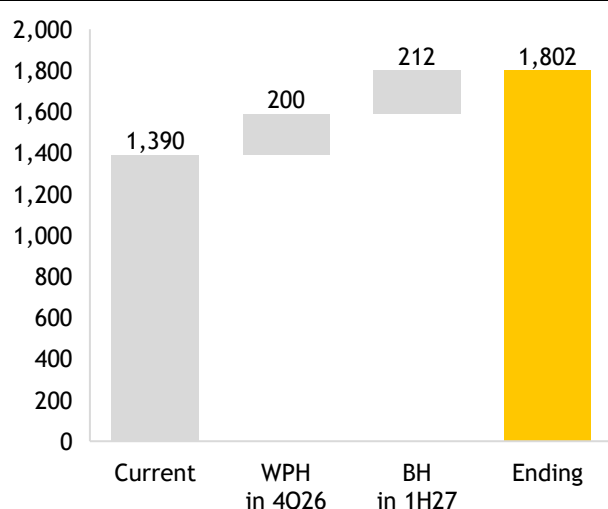
Source: BDMS, MST

Fig 8: Top 5 countries (5M25 Inbound passengers)

Country	International inbound passengers 5M25	% YoY growth
Russia	576,118	13%
China	265,393	-38%
India	235,485	60%
UK	123,216	26%
Australia	112,864	15%

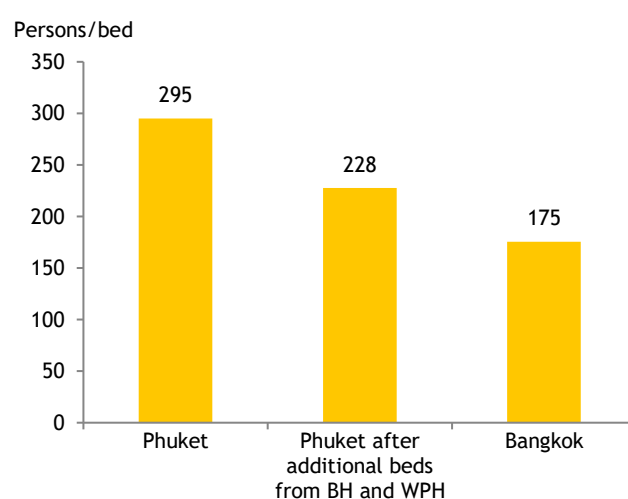
Source: BDMS, MST

Fig 9: Current and upcoming beds in Phuket



Source: BDMS, MST

Fig 10: Population-to-bed ratio in Phuket vs Bangkok

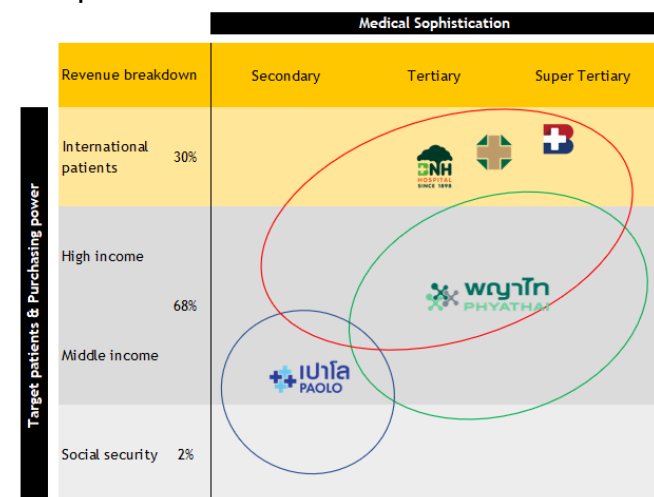


Source: BDMS, MST

Value Proposition

- BDMS is the largest hospital chain in Thailand (59 hospitals).
- It has a well-diversified portfolio with hospitals under six main brands, serving all segments, with approximately 70% of its clients' mid-to-high income.
- In the long term, BDMS expects to leverage its vast network to benefit from Thailand's aging society.

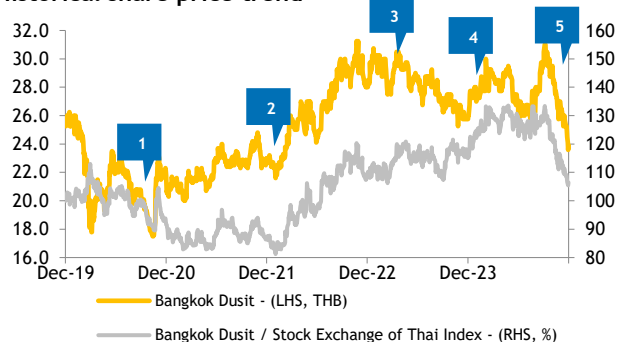
BDMS provides a full suite of healthcare services



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



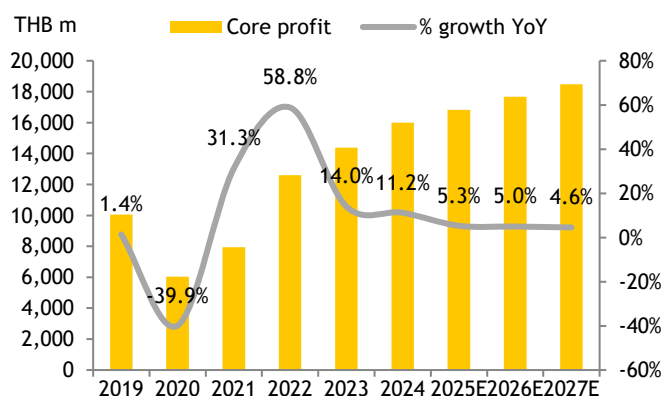
Source: Company, MST

1. Covid-19 outbreaks led to lockdowns in Thailand.
2. Thailand's re-opening led to the return of medical tourists
3. 1Q23 earnings growth flattened YoY, leading to concerns over future growth and selling pressure.
4. Strong 4Q23 results (+26% YoY) due to high demand from both Thai and foreign patients, better than market expectations
5. Concerns over weak 4Q24E outlook due to high base from flu outbreak and potential co-pay policies implemented early next year, pressuring stock price

Financial Metrics

- In FY24-27E, we expect BDMS to show earnings growth of 4.9%, below growth seen pre-Covid of 6.7% due to slower Thai patient revenue growth from the weak economy.
- Net margin and asset turnover promises a better average ROE of 16% in FY24-27E vs 14% in FY16-19.
- Balance sheet is healthier with net cash position expected in 2027E compared to net IBD/E excl. lease of 0.21x in FY19.

BDMS core profit and growth YoY



Source: Company, MST

Swing Factors

Upside

- Higher incidence of diseases or an increase in the number of foreign tourists, which could lead to stronger-than-expected increase in Thai and foreign patients.
- More effective cost control or greater asset utilization by leveraging its vast network to achieve greater economies of scale could result in better margins.
- Better-than-expected performance of new investment such as silver wellness and residence

Downside

- Weaker-than-expected demand of medical tourists and Thai patients.
- Price controls by the Thai government, especially on medicine, could hurt BDMS's profitability.
- Lower-than-expected performance of new investment



Nontapat.sahakitpinyo@maybank.com

Risk Rating & Score ¹	25.4 Medium Risk
Score Momentum ²	-2.6
Last Updated	26 Jun 2024
Controversy Score ³ (Updated: 26 Jun 24)	No evidence of controversies

Business Model & Industry Issues

- BDMS’s premium services can be pricey for some patients. Recently, the government has started monitoring private hospital prices, especially for medicines. BDMS must report medicine prices, including those on the Universal Coverage Emergency Patients list, to the Ministry of Commerce and make them public. BDMS has complied with this regulation. We believe this increased transparency should be fairer to all patients
- BDMS was selected as a member of “Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) - Emerging Market” in 2021, the first Thai healthcare company to pass the evaluation.
- BDMS’s ESG policy is posted on its website and this gives direction and clarity to all stakeholders to follow.

Material E issues

- In 2021, BDMS piloted a project with Bureau Veritas, Thailand, to assess greenhouse gas emissions at Bangkok Hospital.
- It plans to minimise greenhouse gas emissions, and this should be a part of the selection criteria for trade partners.
- BDMS conserves energy using efficient techniques for air conditioning and heating.
- BDMS has a waste-reduction policy, collaborating with Siam Cement Group to recycle materials like PET bottles into garbage cans and T-shirts.
- BDMS uses “Leadership in Energy and Environmental Design” for new hospital buildings, plans to install solar cells for electricity, and solar collectors for water heating.
- The company publishes its environmental policy on its website to provide staff with direction on environmental management.
- BDMS conducts business in accordance with the environmental standard of The Institute of Hospital Quality Improvement and Association and the Joint-Commission International. BDMS is accredited by both organisations.

Material S issues

- The company provides health checks for communities around the hospitals nationwide.
- BDMS also regularly donates medical equipment to charities.
- BDMS respects human rights and has a policy to treat all staff equally without any bias for race, religion, age or sex. The company has a “fair trade” policy that dictates fair pricing and ethical dealing. In addition, BDMS will avoid buying from suppliers who violate human rights or have illegal business operations.

Key G metrics and issues

- There are 7 independent directors on the 15-member board, more than the one-third required by the SET.
- Two directors on the board of directors are female.
- There are 3 directors in the audit committee, all are independent.
- Each director in the audit committee can serve up to 3 years.
- Executive management received THB127m in compensation in 2023, or 0.89% of core profit.
- The company’s director cannot hold directorship in more than 5 companies.
- BDMS has a corporate governance policy that the board of directors’ review at least once a year.
- BDMS has a whistle-blower policy to protect those reporting any misconduct.
- The company has a whistle-blower policy on its website. In addition, it sets up different channels (email and post) for filing complaints and recommendations.
- The company has a clear succession plan, especially for the role of president.
- BDMS faces regulatory risk as the Thai government controls medical services prices, especially for medicines. On 29 May 2019, the Ministry of Commerce stipulated that all hospitals should inform (and make public) the ministry of the prices of medicines on the Universal Coverage Emergency Patients list and other medicines as determined by the ministry. BDMS has complied with this regulation.

¹**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company’s exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company’s enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. ²**Score Momentum** - indicates changes to the company’s score since the last update - a **negative** integer indicates a company’s improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. ³**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

Quantitative Parameters (Score: 56)						
	Particulars	Unit	2021	2022	2023	BH TB
E	Scope 1 GHG emissions	tCO ₂ e	8,674	33,688	28,900	3,705
	Scope 2 GHG emissions	tCO ₂ e	95,936	208,852	155,310	25,938
	Total	tCO₂e	104,610	242,541	184,210	29,644
	Scope 3 GHG emissions	tCO ₂ e	N/A	N/A	N/A	4,042
	Total	tCO₂e	104,610	242,541	184,210	33,686
		tCO ₂ /revenue				
	Scope 1+2 emissions intensity	(THB m)	1.5	2.7	1.9	1.2
	% of renewables	%	1.0%	1.3%	2.3%	N/A
		mWh/revenue				
	Energy intensity	(THB m)	2.72	6.18	3.81	2.15
S		cubic m/revenue				
	Water intensity	(THB m)	6.60	8.52	8.35	21.57
		t/revenue				
	Waste intensity	(THB m)	0.13	0.15	0.17	N/A
	Non-hazardous waste recycling	% to total waste	0.16	0.15	0.19	N/A
G	Cases of environmental non-compliance	number	0	0	0	N/A
	% of women in workforce	%	82.7%	82.8%	83.1%	N/A
	% of women in management roles	%	40.0%	40.0%	40.0%	75.0%
	Average training hours per employee	hours	33	30	57	7243.1%
	Loss Time Injury Frequency Rate (LTIFR)	per 1 million hours worked	0.02	0.48	0.63	N/A
	Patient satisfaction score	%	91.0%	92.0%	93.8%	93.8%
G	Board salary as % of core profit	%	1.08%	0.93%	0.89%	0.30%
	Independent directors as % of the Board	%	44%	41%	47%	45%
	Female directors on the Board	%	11%	12%	13%	27%
	Incidents of data privacy/security breaches	no.	0	0	0	N/A

Qualitative Parameters (Score: 83)	
a) Is there an ESG policy in place and is there a standalone ESG committee or is it part of a risk committee?	<i>Yes. BDMS has a Sustainability Development Policy and a Sustainability Development Committee headed by the President and reports to the Board of Directors.</i>
b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?	<i>Yes. The company has ESG KPI targets for evaluating the performance of BDMS' senior management that is linked to their salary.</i>
c) Has the company been involved in controversies which has impacted its stock price performance materially?	<i>No controversies.</i>
d) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions - which parameters are captured?	<i>No. Currently, the company does not have a mechanism to capture Scope 3 emissions.</i>
e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>Increase utilisation of renewable energy, decrease waste in operation and develop a coalition for net-zero target.</i>
f) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	<i>Yes, carbon offset forms part of the net-zero targets of the company.</i>

Target (Score: 100)		
Particulars	Target	Achieved
Reduce 2030 emissions vs 2022 baseline	30%	24%
Reduce 2040 emissions vs 2022 baseline	60%	24%
Net-zero carbon emissions by 2050	2050	-
Percentage of non-hazardous waste is utilized in 2023	23%	24%
Number of accesses to health services projects in communities in Thailand.	500	931
The customer satisfaction rate in 2023	85%	94%
Impact		
NA		
Overall Score: 74		
As per our ESG matrix, Bangkok Dusit Medical Services (BDMS) has an overall score of 74		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	56	28
Qualitative	25%	83	21
Target	25%	100	25
Total			74

As per our ESG assessment, BDMS has an established framework, internal policies, and tangible mid/long-term targets. BDMS's overall ESG score is 74, which makes its ESG rating above average in our view (average ESG rating = 50; refer to Appendix I for our ESG Assessment Scoring).

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	31.1	27.5	19.9	19.0	18.2
Core P/E (x)	30.7	24.4	19.9	19.0	18.2
P/BV (x)	4.6	3.9	3.2	3.1	2.9
P/NTA (x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
Net dividend yield (%)	2.5	3.1	3.6	3.8	4.0
FCF yield (%)	2.8	2.9	3.2	4.1	4.3
EV/EBITDA (x)	18.4	15.1	12.4	11.8	11.2
EV/EBIT (x)	24.1	19.6	16.2	15.3	14.5

INCOME STATEMENT (THB m)

Revenue	102,110.4	109,351.1	114,942.0	120,653.5	126,368.4
EBITDA	24,740.4	26,583.9	28,097.5	29,525.7	30,969.2
Depreciation	(5,848.0)	(6,131.7)	(6,500.3)	(6,736.2)	(7,018.5)
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	18,892.3	20,452.2	21,597.2	22,789.5	23,950.7
Net interest income / (exp)	(546.6)	(433.4)	(395.0)	(380.0)	(370.0)
Associates & JV	89.4	76.0	80.0	80.0	80.0
Exceptionals	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	216.9	236.5	246.0	248.0	248.0
Pretax profit	18,651.7	20,331.3	21,528.2	22,737.5	23,908.7
Income tax	(3,754.5)	(3,792.2)	(4,039.6)	(4,381.5)	(4,715.7)
Minorities	(522.2)	(552.1)	(655.6)	(688.5)	(721.6)
Discontinued operations	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	14,375.0	15,987.0	16,833.0	17,667.4	18,471.3
Core net profit	14,375.3	15,987.0	16,833.0	17,667.4	18,471.3

BALANCE SHEET (THB m)

Cash & Short Term Investments	7,794.8	7,373.0	3,773.2	1,754.8	2,818.7
Accounts receivable	11,557.9	12,246.0	12,273.9	12,890.3	13,509.6
Inventory	2,419.7	2,603.5	2,586.4	2,712.7	2,839.4
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	87,025.3	93,849.0	97,392.7	101,186.2	105,216.5
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	1,038.7	1,089.2	1,100.1	1,111.1	1,122.2
Other assets	33,955.9	34,353.4	34,418.4	34,500.4	34,548.6
Total assets	143,792.4	151,514.1	151,544.7	154,155.5	160,054.9
ST interest bearing debt	2,817.1	2,318.2	3,802.3	732.9	673.3
Accounts payable	6,901.2	8,113.3	7,445.6	7,809.3	8,173.9
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	15,316.9	13,539.7	10,037.5	9,604.5	9,231.2
Other liabilities	19,666.0	23,616.0	21,917.0	22,419.0	22,925.0
Total Liabilities	44,701.2	47,587.6	43,201.9	40,565.4	41,003.5
Shareholders Equity	95,441.8	100,036.6	104,452.9	109,700.2	115,161.5
Minority Interest	3,649.4	3,889.9	3,889.9	3,889.9	3,889.9
Total shareholder equity	99,091.2	103,926.5	108,342.8	113,590.1	119,051.5
Total liabilities and equity	143,792.4	151,514.1	151,544.7	154,155.5	160,054.9

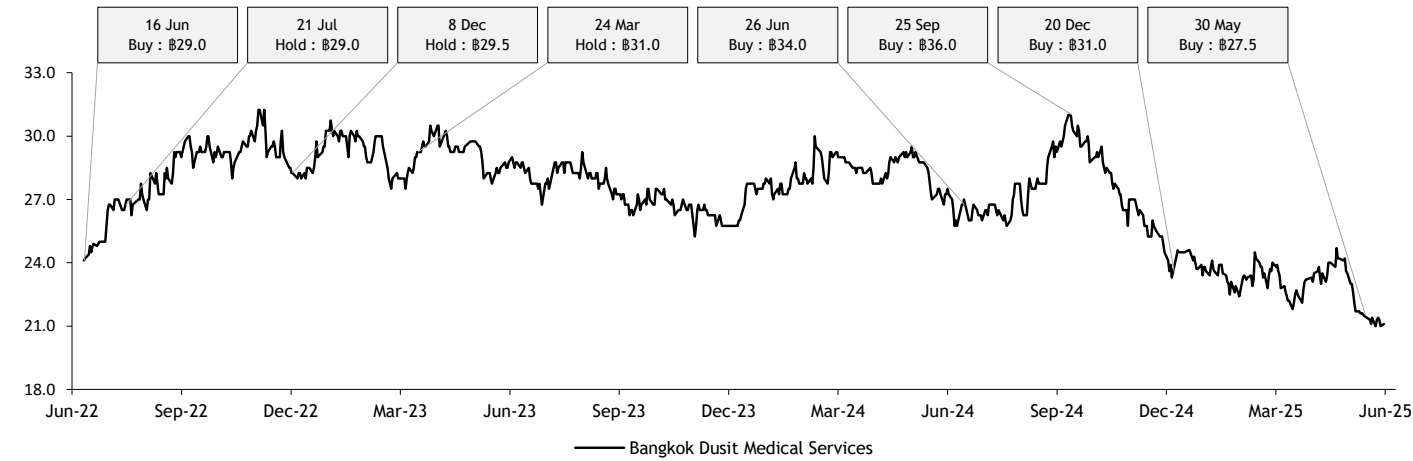
CASH FLOW (THB m)

Pretax profit	18,651.7	20,331.3	21,528.2	22,737.5	23,908.7
Depreciation & amortisation	5,848.0	6,131.7	6,500.3	6,736.2	7,018.5
Change in working capital	96.5	4,629.3	(2,371.7)	109.8	111.6
Cash taxes paid	(3,754.5)	(3,792.2)	(4,039.6)	(4,381.5)	(4,715.7)
Other operating cash flow	(522.2)	(552.1)	(655.6)	(688.5)	(721.6)
Cash flow from operations	20,778.4	22,957.8	20,961.5	24,513.5	25,601.5
Capex	(8,306.9)	(11,681.1)	(10,115.6)	(10,598.4)	(11,083.6)
Free cash flow	12,471.5	11,276.7	10,846.0	13,915.0	14,517.9
Dividends paid	(10,342.9)	(11,119.1)	(12,416.7)	(12,420.2)	(13,010.0)
Equity raised / (purchased)	1,172.1	531.2	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	(5,427.9)	(2,276.1)	(2,018.2)	(3,502.3)	(432.9)
Other invest/financing cash flow	(2,745.9)	1,190.6	(10.9)	(11.0)	(11.1)
Effect of exch rate changes	0.0	(25.1)	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	(4,873.2)	(421.8)	(3,599.8)	(2,018.4)	1,063.9

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	9.8	7.1	5.1	5.0	4.7
EBITDA growth	7.9	7.5	5.7	5.1	4.9
EBIT growth	11.2	8.3	5.6	5.5	5.1
Pretax growth	13.2	9.0	5.9	5.6	5.2
Reported net profit growth	14.0	11.2	5.3	5.0	4.6
Core net profit growth	14.0	11.2	5.3	5.0	4.6
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	24.2	24.3	24.4	24.5	24.5
EBIT margin	18.5	18.7	18.8	18.9	19.0
Pretax profit margin	18.3	18.6	18.7	18.8	18.9
Payout ratio	77.4	74.6	72.0	72.0	72.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	14.1	14.6	14.6	14.6	14.6
Revenue/Assets (x)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
Assets/Equity (x)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
ROAE (%)	15.5	16.4	16.5	16.5	16.4
ROAA (%)	10.1	10.8	11.1	11.6	11.8
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	14.9	12.8	12.3	13.7	13.7
Days receivable outstanding	38.9	39.2	38.4	37.5	37.6
Days inventory outstanding	13.1	13.3	13.1	12.7	12.7
Days payables outstanding	37.1	39.7	39.2	36.6	36.6
Dividend cover (x)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
Current ratio (x)	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	3.2	3.2	3.5	3.8	3.9
Net gearing (%) (incl perps)	10.4	8.2	9.3	7.6	6.0
Net gearing (%) (excl. perps)	10.4	8.2	9.3	7.6	6.0
Net interest cover (x)	34.6	47.2	54.7	60.0	64.7
Debt/EBITDA (x)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3
Capex/revenue (%)	8.1	10.7	8.8	8.8	8.8
Net debt/ (net cash)	10,339.2	8,484.9	10,066.5	8,582.6	7,085.8

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: Bangkok Dusit Medical Services (BDMS TB)



APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก “Maybank IBG” ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า “Representatives” จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้เกิดการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการละเมิดในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิ่งในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด (“MRPL”) ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน ผู้เชี่ยวชาญทางการเงิน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (“MST”) จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มีวัตถุประสงค์ในการจัดทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศและนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th> ทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อนอาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความสำคัญอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ (“US”) สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Webdush Securities Inc. (“Webdush”), เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Webdush ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Webdush ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อจำกัดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า Webdush ไม่ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกจำกัดความเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 198700034E) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Sekuritas (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ the Financial Services Authority (Indonesia) **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของ กระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** Maybank Securities Inc (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตต่ออยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Banker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **อังกฤษ:** Maybank Securities (London) Ltd (จดทะเบียนเลขที่ 2377538)เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Conduct Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชธนกิจ, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 17 มิถุนายน 2568, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: ณ วันที่ 17 มิถุนายน 2568, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

อินเดีย: ณ วันที่ 17 มิถุนายน 2568 และ ณ วันสิ้นเดือนก่อนวันที่ตีพิมพ์บทวิเคราะห์ฉบับนี้ MIBSI นักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง / ญาติไม่มีส่วนได้เสียทางการเงินหรือเป็นเจ้าของที่แท้จริงหรือเป็นผู้มีส่วนได้เสียในหุ้นใด ๆ หรือมีผลประโยชน์ทับซ้อนในบริษัทนั้นๆ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ในช่วงสิบสองเดือนที่ผ่านมา MIBSI และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องไม่ได้รับคำตอบแทนหรือผลประโยชน์อื่นใดจากบริษัทที่กล่าวถึงในบทวิเคราะห์หรือบุคคลที่สามที่เกี่ยวข้องกับบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2024



AAV	BR	ETE	KEX	OSP	SC	Score Range	Number of Logo	Description
ABM	BRI	FLOYD	KKP	PAP	SCAP	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ACE	BRR	FN	KSL	PB	SCB	80-89	▲▲▲▲	Very Good
ACG	BSRC	FPI	KTB	PCC	SCC	70-79	▲▲▲	Good
ADVANC	BTG	FPT	KTC	PCSGH	SCCC	60-69	▲▲	Satisfactory
AE	BTS	FVC	KTMS	PDJ	SCG	50-59	▲	Pass
AF	BTW	GABLE	KUMWEL	PEER	SCGD	Lower than 50	No logo given	N/A
AGE	BWG	GC	LALIN	PG	SCGP	SUN	TIIPP	
AH	CBG	GCAP	LANNA	PHOL	SCM	SUTHA	TPS	
AIT	CENTEL	GFC	LH	PIMO	SCN	SVI	TQM	
AJ	CFRESH	GFPT	LHFG	PLANB	SDC	SYMC	TQR	
AKP	CHASE	GGC	LIT	PLAT	SEAFCO	SYNEX	TRP	
AKR	CHEWA	GLAND	LOXLEY	PLUS	SEAOL	SYNTEC	TRUBB	
ALLA	CHOW	GLOBAL	LPN	PM	SELIC	TASCO	TRUE	
ALT	CIMBT	GPSC	LRH	PORT	SENA	TBN	TRV	
AMA	CIVIL	GRAMMY	LST	PPP	SENX	TCAP	TSC	
AMARIN	CK	GULF	M	PPS	SGC	TCMC	TSTE	
AMATA	CKP	GUNKUL	MAJOR	PR9	SGF	TEAMG	TSTH	
AMATAV	CNT	HANA	MALEE	PRG	SGP	TEGH	TTA	
ANAN	COLOR	HARN	MBK	PRIME	SHR	TFG	TTB	
AOT	COM7	HENG	MC	PRM	SICT	TFMAMA	TTCL	
AP	CPALL	HMPRO	M-CHAI	PRTR	SIRI	TGE	TTW	
ASIMAR	CPAXT	HPT	MCOT	PSH	SIS	TGH	TU	
ASK	CPF	HTC	MFC	PSL	SITHAI	THANA	TVDH	
ASP	CPL	ICC	MFEC	PTT	SJWD	THANI	TVO	
ASW	CPN	ICHI	MINT	PTTEP	SKE	THCOM	TVT	
AURA	CPW	III	MODERN	PTTGC	SKR	THG*	TWPC	
AWC	CRC	ILINK	MONO	Q-CON	SM	THIP	UAC	
B	CRD	ILM	MOONG	QH	SMPC	THRE	UBE	
BAFS	CREDIT	IND	MOSHI	QTC	SNC	THREL	UBIS	
BAM	CSC	INET	MSC	RATCH	SNNP	TIPH	UKEM	
BANPU	CV	INSET	MST	RBF	SNP	TISCO	UPF	
BAY	DCC	INTUCH	MTC	RPC	SO	TK	UPOIC	
BBGI	DDD	IP	MTI	RPH	SONIC	TKS	UV	
BBL	DELTA	IRC	MVP	RS	SPALI	TKT	VARO	
BCH	DEMCO	IRPC	NCH	RT	SPC	TLI	VGI	
BCP	DITTO	IT	NER	RWI	SPI	TM	VIH	
BCPG	DMT	ITC	NKI	S	SPRC	TMILL	WACOAL	
BDMS	DOHOME	ITEL	NOBLE	S&J	SR	TMT	WGE	
BEC	DRT	ITTHI	NRF	SA	SSC	TNDT	WHA	
BEM	DUSIT	IVL	NSL	SAAM	SSF	TNITY	WHAUP	
BEYOND	EASTW	JAS	NTSC	SABINA	SSP	TNL	WICE	
BGC	ECF	JTS	NVD	SAK	SSSC	TOA	WINMED	
BGRIM	ECL	K	NWR	SAMART	STA	TOG	WINNER	
BJC	EGCO	KBANK	NYT	SAMTEL	STECON	TOP	ZEN	
BKIH	EPG	KCC	OCC	SAT	STGT	TPAC		
BLA	ERW	KCE	OR	SAV	STI	TPBI		
BPP	ETC	KCG	ORI	SAWAD	SUC	TIPL		



2S	AYUD	COCOCO	HUMAN	MEGA	PROUD	SINO	TFM	UP
AAI	BA	COMAN	IFS	METCO	PSG	SMT	TITLE	UREKA
ADB	BBIK	CPI	INSURE	MICRO	PSP	SPCG	TKN	VCOM
AEONTS	BC	CSS	JCK	NC	PSTC	SPVI	TMD	VIBHA
AHC	BE8	DTCENT	JDF	NCAP	PT	STANLY	TNR	VRANDA
AIRA	BH	EVER	JMART	NCL	PTECH	STPI	TPA	WARRIX
APCO	BIZ	FE	KGI	NDR	PYLON	SUPER	TPCH	WIN
APCS	BOL	FORTH	KJL	ONEE	QLT	SUSCO	TPCS	WP
APURE	BSBM	FSMART	KTIS	PATO	RABBIT	SVOA	TPLAS	
ARIP	BTC	FSX	KUN	PDG	RCL	SVT	TPOLY	
ARROW	CH	FTI	L&E	PJW	SAPPE	TACC	TRT	
ASIAN	CI	GEL	LHK	POLY	SECURE	TAE	TURTLE	
ATP30	CIG	GIFT	MATCH	PQS	SFLEX	TCC	TVH	
AUCT	CM	GPI	MBAX	PREB	SFT	TEKA	UBA	



A5	BVG	EASON	J	MCA	PRI	SISB	TFI	ZAA
ADD	CEN	EE	JCKH	META	PRIN	SKN	TMC	
AIE	CGH	EFORL	JMT	MGC	PROEN	SKY	TMI	
ALUCON	CHARAN	EKH	JPARK	MTSIB	PROS	SMD	TNP	
AMC	CHAYO	ESTAR	JR	MK	PTC	SMIT	TOPP	
AMR	CHIC	ETL	JSP	NAM	READY	SORKON	TRU	
ARIN	CHOTI	FNS	JUBILE	NOVA	ROCTEC	SPG	UEC	
ASEFA	CITY	GBX	KBS	NTV	SABUY	SST	UOBKH	
ASIA	CMC	GENCO	KCAR	NV	SALEE	STC	VL	
ASN	CPANEL	GTB	KIAT	OGC	SAMCO	STOWER	WAVE	
BIG	CSP	GYT	KISS	PACO	SANKO	STP	WFX	
BIOTEC	DEXON	ICN	KK	PANEL	SCI	SVR	WIK	
BIS	DOD	IIG	KWC	PHG	SE	SWC	XO	
BJCHI	DPAINT	IMH	LDC	PIN	SE-ED	TAKUNI	XPG	
BLC	DV8	IRCP	LEO	PRAPAT	SINGER	TC	YUASA	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2567 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
หมายเหตุ * บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อขัดข้องด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น
ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-Corruption Progress Indicator 2024

ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC

ACE	B52	EVER	IP	M-CHAI	PRI	SFT	SOLAR	TQM	WP
ALT	BKIH	FLOYD	IT	MEDEZE	PRIME	SHR	SONIC	UOBKH	
AMARIN	BPS	GFC	J	MJD	PROEN	SINGER	SUPER	UREKA	
AMC	CHASE	GREEN	JDF	MOSHI	PROUD	SINO	TBN	VL	
ANI	CHG	HL	KJL	NEX	PTC	SJWD	TMI	VNG	
APCO	DITTO	HUMAN	LDC	NTSC	S	SKE	TPAC	WELL	
ASAP	ECL	IHL	LIT	PLE	SCAP	SNNP	TPP	WIN	

ได้รับการรับรอง CAC

2S	BGC	DCC	HARN	L&E	OR	PTT	SGC	TFG	TSTH
AAI	BGRIM	DELTA	HEMP	LANNA	ORI	PTTEP	SGP	TFI	TTB
ADB	BLA	DEMCO	HENG	LH	OSP	PTTGC	SIRI	TFMAMA	TTCL
ADVANC	BPP	DEXON	HMPRO	LHFG	PAP	PYLON	SIS	TGE	TU
AE	BRI	DIMET	HTC	LHK	PATO	Q-CON	SITHAI	TGH	TURTLE
AF	BROOK	DMT	ICC	LPN	PB	QH	SKR	THANI	TVDH
AH	BRR	DOHOME	ICHI	LRH	PCSGH	QLT	SM	THCOM	TVO
AI	BSBM	DRT	ICN	M	PDG	QTC	SMIT	THIP	TWPC
AIE	BTG	DUSIT	IFS	MAJOR	PDJ	RABBIT	SMPC	THRE	UBE
AIRA	BTS	EA	III	MALEE	PG	RATCH	SNC	THREL	UBIS
AJ	BWG	EASTW	ILINK	MATCH	PHOL	RBF	SNP	TIDLOR	UEC
AKP	CAZ	ECF	ILM	MBAX	PIMO	RML	SORKON	TIPCO	UKEM
AMA	CBG	EGCO	INET	MBK	PK	RS	SPACK	TIPH	UPF
AMANAHA	CEN	EP	INOX	MC	PL	RWI	SPALI	TISCO	UV
AMATA	CENTEL	EPG	INSURE	MCOT	PLANB	S&J	SPC	TKN	VCOM
AMATAV	CFRESH	ERW	INTUCH	MEGA	PLANET	SA	SPI	TKS	VGI
AP	CGH	ETC	IRPC	MENA	PLAT	SAAM	SPRC	TKT	VIBHA
APCS	CHEWA	ETE	ITC	META	PLUS	SABINA	SRICHA	TMD	VIH
AS	CHOTI	FNS	ITEL	MFC	PM	SAK	SSF	TMILL	WACOAL
ASIAN	CHOW	FPI	IVL	MFEC	PPP	SAPPE	SSP	TMT	WHA
ASK	CI	FPT	JAS	MINT	PPPM	SAT	SSSC	TNITY	WHAUP
ASP	CIG	FSMART	JMART	MODERN	PPS	SC	SST	TNL	WICE
ASW	CIMBT	FSX	JR	MONO	PQS	SCB	STA	TNP	WIJK
AWC	CM	FTE	JTS	MOONG	PR9	SCC	STGT	TNR	WPH
AYUD	CMC	GBX	K	MSC	PREB	SCCC	STOWER	TOG	XO
B	COM7	GC	KASET	MTC	PRG	SCG	SUSCO	TOP	YUASA
BAFS	CPALL	GCAP	KBANK	MTI	PRINC	SCGD	SVI	TOPP	ZEN
BANPU	CPAXT	GEL	KCAR	NATION	PRM	SCGP	SVOA	TPA	ZIGA
BAY	CPF	GFPT	KCC	NCAP	PROS	SCM	SVT	TPCS	BAM
BBGI	CPI	GGC	KCE	NEP	PRTR	SCN	SYMC	TPLAS	BE8
BBL	CPL	GLOBAL	KGEN	NER	PSH	SEAOL	SYNTEC	TRT	
BCH	CPN	GPI	KGI	NKI	PSL	SE-ED	TAE	TRU	
BCP	CPW	GPSC	KKP	NOBLE	PSTC	SELIC	TAKUNI	TRUE	
BCPG	CRG	GULF	KSL	NRF	PT	SENA	TASCO	TSC	
BEC	CSC	GUNKUL	KTB	OCC	PTECH	SENX	TCAP	TSI	
BEYOND	CV	HANA	KTC	OGC	PTG	SFLEX	TEGH	TSTE	

N/A

3K-BAT	BDMS	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
A	BEAUTY	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
AAV	BEM	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACC	BH	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
ACG	BIG	CSP	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AEONTS	BIOTEC	CSR	GVREIT	LHPF	NNCL	QHPPF	SKY	TFIF	UAC
AFC	BIZ	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AGE	BJC	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQU
AHC	BJCHI	CTW	HPF	LPF	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMCG	BKD	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AIMIRT	BKKCP	DCON	HUMAN	LST	NV	ROCK	SO	THE	URBNPF
AIT	BLISS	DDD	HYDROGEN	LUXF	NVD	ROH	SOLAR	THG	UTP
AJA	BOFFICE	DIF	IFEC	MACO	NYT	ROJNA	SPCG	THL	UVAN
AKR	BR	DREIT	IMPACT	MANRIN	OHTL	RPC	SPG	TIF1	VARO
ALLA	BROCK	DTCENT	INETREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VPO
ALLY	BRRGIF	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VRANDA
ALUCON	BTNC	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	WAVE
AMARIN	BTSGIF	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WFX
AMATAR	BUI	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WGE
AMR	B-WORK	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WHABT
ANAN	CCET	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHAIR
AOT	CCP	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STECON	TPBI	WHART
APCO	CGD	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TPIPL	WORK
APEX	CH	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	WORLD
APURE	CHARAN	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	
AQ	CHAYO	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	
ASAP	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	
ASEFA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIA	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
ASIMAR	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
AURA	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
B52	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFKO	SYNEX	TSR	
BA	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BAREIT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	
BCT	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 20 พฤศจิกายน 2567 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC