

# Fundamental Story

## BTS Rail Mass Transit (BTSGIF TB) - BUY, Price Bt4.32, TP Bt5.10

## Results Comment

Saksid Phadthananarak | Email: saksid.pha@thanachartsec.co.th

### ผลการดำเนินงาน 4Q อ่อนแอกว่าคาด

- BTSGIF รายงานกำไรจากการดำเนินงาน 356 ลบ. ใน 4QFY22 (ม.ค.-มี.ค.2022) ลดลง 12% y-y และ 6% q-q ผลการดำเนินงานต่ำกว่าคาด ซึ่งมีสาเหตุจากการระบาดของโอไมครอนทำให้จำนวนผู้โดยสารฟื้นตัวช้า
- รวมขาดทุนสุทธิที่ยังไม่เกิดขึ้นจากการวัดมูลค่าเงินลงทุนในรายได้เงินลงทุนในสัญญาซื้อขายและโอนสิทธิ (NRTA) 6.1 พันลบ. BTSGIF จะมีขาดทุนสุทธิ 5.7 พันลบ. ใน 4QFY22
- เราสมมติให้จำนวนผู้โดยสารของ BTSGIF อยู่ที่ 85% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19 (202 ล้านเที่ยว) ในปี FY23F ขณะที่จำนวนผู้โดยสารจะฟื้นตัวช้า (8 ล้านเที่ยวในเดือนเมษายน 2022) ดังนั้นเราจึงเห็นความเสี่ยงต่อคาดการณ์ของเราในปีนี้
- อย่างไรก็ตาม เราแนะนำ "ซื้อ" BTSGIF เนื่องจาก 1) ข่าวร้ายได้สะท้อนไปในราคาหน่วยแล้ว 2) เรายังคงคาดว่ากำไรฟื้นตัวของจำนวนผู้โดยสารจะหนุนให้กำไรฟื้นตัวในปีนี้ และ 3) dividend IRR สูงที่ 10% เมื่อถือจนสิ้นสุดสัมปทาน
- รายได้จากการลงทุนใน NRTA ลดลง 12% y-y ใน 4QFY22 รายได้ค่าโดยสารจากการดำเนินงานระบบรถไฟฟ้าสายสีเขียวหลักลดลง 7% y-y (จำนวนผู้โดยสารลดลง 16% y-y ขณะที่ราคาตั๋วโดยสารเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 11% y-y เนื่องจากไม่มีส่วนลดการขายตั๋วรายเดือนอีกต่อไป)
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและซ่อมบำรุงลดลง 2% y-y เนื่องจากค่าใช้จ่ายลงทุน และค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงที่เพิ่มขึ้น
- BTSGIF มีมูลค่าเงินลงทุนในสัญญาซื้อขายและโอนสิทธิรายได้สุทธิตามมูลค่ายุติธรรมลดลงมาอยู่ที่ 38.7 พันลบ. ณ 31 มี.ค. 2022 จาก 44.8 พันลบ. ณ 31 ธ.ค. 2021 จากการประเมินใหม่เพื่อสะท้อนผลกระทบจากโควิดระลอกใหม่ ภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอ ความล่าช้าในการปรับขึ้นค่าโดยสาร ความล่าช้าในการเปิดรถไฟฟ้าสายต่างๆ เป็นต้น ขณะที่มูลค่า NAV ณ 31 มี.ค. 2022 อยู่ที่ 39.4 พันลบ. เท่ากับ 6.7981 บาทต่อหน่วย
- เนื่องจากกองทุนมีขาดทุนสะสมอยู่ ดังนั้นการจ่ายปันผลงวด 4Q22 ที่ 0.062 บาท/หน่วย จะถูกจ่ายในรูปของการจ่ายเงินคืน

### Income Statement

Yr-end Mar (Bt m)	4QFY21	1QFY22	2QFY22	3QFY22	4QFY22
NET SALES	425	166	10	392	375
<b>GROSS PROFIT</b>	<b>425</b>	<b>166</b>	<b>10</b>	<b>392</b>	<b>375</b>
SG&A	16	17	14	14	17
Operating profit	409	149	(4)	378	358
<b>EBITDA</b>	<b>409</b>	<b>149</b>	<b>(4)</b>	<b>378</b>	<b>358</b>
Other income	1	1	0	1	1
Other expense	(3)	(3)	(3)	(1)	(2)
Interest expense					
<b>Profit before tax</b>	<b>407</b>	<b>147</b>	<b>(6)</b>	<b>378</b>	<b>356</b>
Income tax					
Equity & invest. income					
Minority interests					
Extraordinary items	(5,642)	(90)	349	(250)	(6,060)
<b>Net Investment Income</b>	<b>(5,235)</b>	<b>57</b>	<b>343</b>	<b>128</b>	<b>(5,704)</b>
<b>Norm Net Invest. Income</b>	<b>407</b>	<b>147</b>	<b>(6)</b>	<b>378</b>	<b>356</b>
EPS (Bt)	(0.90)	0.01	0.06	0.02	(0.99)
Normalized EPS (Bt)	0.07	0.03	(0.00)	0.07	0.06

### Balance Sheet

Yr-end Mar (Bt m)	4QFY21	1QFY22	2QFY22	3QFY22	4QFY22
Cash & equivalent	68	49	27	57	17
S-T investments					
A/C receivable	13	120	0	55	32
Other					
Investment & Loans	45,395	45,025	45,470	45,509	39,330
Fixed assets					
Other assets					
<b>Total assets</b>	<b>45,479</b>	<b>45,197</b>	<b>45,500</b>	<b>45,623</b>	<b>39,383</b>
S-T debt					
A/C payable					
Other current liabilities	12	12	14	12	12
L-T debt					
Other liabilities					
Minority interest					
<b>Net Assets</b>	<b>45,322</b>	<b>45,096</b>	<b>45,439</b>	<b>45,567</b>	<b>39,348</b>
<b>Net debt</b>	<b>(68)</b>	<b>(49)</b>	<b>(27)</b>	<b>(57)</b>	<b>(17)</b>
Avg outstanding units (shrs)	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788

Sources: Company data, Thanachart estimates

### Income Statement

(Bt m)	12M as				
	q-q%	y-y%	% 2022F	2022A	2023F
Revenue	(4)	(12)	69	943	3,910
<b>Gross profit</b>	<b>(4)</b>	<b>(12)</b>	<b>69</b>	<b>943</b>	<b>3,910</b>
SG&A	24	9	181	62	70
Operating profit	(5)	(12)	66	881	3,839
<b>EBITDA</b>	<b>(5)</b>	<b>(12)</b>	<b>66</b>	<b>881</b>	<b>3,839</b>
Other income	36	1	40	2	6
Other expense	na	na	148	(8)	(16)
Interest expense					
<b>Profit before tax</b>	<b>(6)</b>	<b>(12)</b>	<b>66</b>	<b>875</b>	<b>3,830</b>
Income tax					
Equity & invest. income					
Minority interests					
Extraordinary items	na	na	672	(6,051)	(2,238)
<b>Net profit</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(5,175)</b>	<b>1,592</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(6)</b>	<b>(12)</b>	<b>66</b>	<b>875</b>	<b>3,830</b>
EPS (Bt)	na	na	na	(0.89)	0.28
Normalized EPS (Bt)	(6)	(12)	66	0.15	0.66

### Financial Ratios

(%)	4QFY21	1QFY22	2QFY22	3QFY22	4QFY22
Sales grow th	(56.6)	17.5	(98.7)	(51.3)	(11.7)
EBITDA grow th	(57.5)	22.0	na	(52.1)	(12.5)
Net income grow th	na	(93.5)	(50.3)	na	na
Norm income grow th	(57.7)	19.6	na	(52.1)	(12.5)
Norm EPS grow th	(57.7)	19.6	na	(52.1)	(12.5)
Gross margin	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin	96.3	89.9	(41.1)	96.4	95.4
EBITDA margin	96.3	89.9	(41.1)	96.4	95.4
Norm net margin	95.9	88.7	(65.3)	96.4	95.0
D/E (x)	-	-	-	-	-
Net D/E (x)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Interest coverage (x)	na	na	na	na	na
Effective tax rate	-	-	-	-	-
ROA	3.4	1.3	(0.1)	3.3	3.4
ROE	3.4	1.3	(0.1)	3.3	3.4

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 81 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, RS, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นาง อัคริณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลอติวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลอติวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)