

Fundamental Story

BTS Group Holdings Pcl (BTS TB) - BUY

News update

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

เข้าถึงหุ้นใน TNL

- **BTS จะเข้าซื้อหุ้น TNL ในสัดส่วนไม่เกิน 50%**
 - **ราคาซื้อที่ 33.06 บาท เป็นมูลค่าทางบัญชีของ TNL**
 - **เราไม่ชอบดีลนี้ เนื่องจาก valuation ที่แพง และ...**
 - **... มีการแข่งขันที่สูงในตลาดเครื่องแต่งกาย**
- BTS และ/หรือ บริษัทย่อยประกาศเข้าซื้อหุ้น 41% ในบริษัท ทรูลักซ์ จำกัด (มหาชน) (TNL) ผ่านการเสนอขายในวงจำกัด โดยจะซื้อหุ้นที่ออกใหม่ของ TNL จำนวน 87 ล้านหุ้น ในราคา 33.06 บาท/หุ้น จากนั้นจะทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดใน TNL อย่างไรก็ตาม บริษัท สหพัฒน์อินเตอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) (SPI) ซึ่งจะถือหุ้น 41% ใน TNL หลังจากการเสนอขายต่อบุคคลในวงจำกัด มีข้อตกลงที่จะไม่ขายหุ้นของตน BTS ยังกล่าวอีกว่าไม่ได้มีเจตนาที่จะซื้อหุ้นมากกว่า 50% ของ TNL ดังนั้นหากคำเสนอซื้อเป็นเหตุให้ BTS ได้หุ้นของ TNL เกิน 50% ก็จะทำนายหุ้นส่วนเกินให้แก่กลุ่มทุนรายอื่น
 - TNL ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายเสื้อผ้าสำเร็จรูปและเครื่องหนังครบคลุมกลุ่มลูกค้าทั้งสุภาพบุรุษ สุภาพสตรี และเด็ก และแฮสแบรนด์ (เช่น Ozone, Louis Fontaine, Positif+, Excellency เป็นต้น) และแบรนด์ที่ได้รับอนุญาต (เช่น Absorba, Arrow, Guy Laroche, Daks เป็นต้น) TNL เป็นบริษัทที่มีกำไร โดยมีกำไรปกติ 143/135/90/11/63 ลบ. ในปี 2017-21 และ 43 ลบ. ใน 1H22 มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำที่ 0.1 เท่า และมูลค่าตามบัญชีที่ 33 บาท/หุ้น
 - แม้ว่าจะมี synergies ระหว่าง VGI ซึ่ง BTS ถือหุ้น 52% และ TNL เนื่องจาก VGI กำลังขยายไปสู่ธุรกิจการจัดจำหน่าย แต่เราไม่ชอบดีลดังกล่าว

ประการแรก Valuation ดูแพง แม้ BTS จะซื้อ TNL ตามมูลค่าทางบัญชี แต่การเติบโตของ TNL ดูอ่อนแอและแม้ก่อนจะเกิดวิกฤตโควิด-19 อิงกำไรของ TNL ที่ 135/90 ลบ. ในปี 2018-19 และหุ้น 212 ล้านหุ้นหลังการขายเฉพาะบุคคลในวงจำกัด กำไรต่อหุ้นอยู่ที่ 0.64 บาท ในปี 2018 และ 0.43 ในปี 2019 ด้วยราคาซื้อที่ 33.06 บาท PE อยู่ที่ 52-77 เท่า

ประการที่สอง ตลาดเครื่องแต่งกายมีการแข่งขันที่รุนแรง

ประการที่สาม เสนอขายต่อบุคคลในวงจำกัดแล้ว TNL ยังจะเพิ่มทุนผ่านการเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในอัตราส่วน 2.3 หุ้นเดิม ต่อ 1 หุ้นใหม่ ในราคา 33.06 บาท ซึ่งจะทำให้ BTS ใส่เงินเพิ่มหากต้องการรักษาสัดส่วนการถือหุ้นใน TNL

ประการสุดท้าย เงินที่ได้จากการเสนอขายเฉพาะบุคคลในวงจำกัดและการเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของ TNL จะถูกใช้เพื่อซื้อหุ้น 90% ใน Oxygen Asset (ซึ่งดำเนินธุรกิจให้สินเชื่อแก่ผู้ประกอบการที่มีหลักทรัพย์) ซึ่งถือหุ้น 100% โดย SPI และซื้อหุ้น 50% ใน 7 บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จาก บริษัท ยู ซิตี้ จำกัด (มหาชน) (U) ที่ BTS ถือหุ้นอยู่ 36% แม้ว่าธุรกิจของบริษัทเหล่านั้นจะไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักของ TNL

- เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” BTS เพราะเราชอบธุรกิจระบบขนส่งมวลชนหลักของบริษัทฯ และเราเชื่อมั่นในการขยายสัมปทาน 30 ปี ซึ่งเพิ่มมูลค่าหลักในระยะยาว

Key valuation

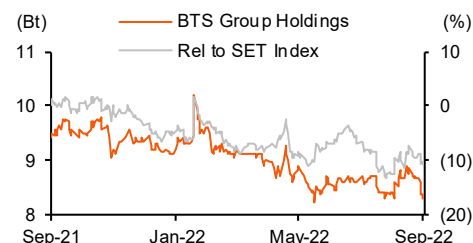
Y/E Mar (Bt m)	2022	2023F	2024F	2025F
Revenue	26,056	19,644	14,738	15,835
Net profit	3,826	2,032	1,911	2,372
Norm net profit	2,751	2,032	1,911	2,372
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.1	0.2
Norm EPS gr (%)	5.0	(26.1)	(6.0)	24.2
Norm PE (x)	39.7	53.7	57.1	46.0
EV/EBITDA (x)	27.1	28.6	16.9	15.1
P/BV (x)	1.8	1.8	1.8	1.7
Div. yield (%)	3.7	1.1	1.1	1.3
ROE (%)	4.5	3.3	3.1	3.8
Net D/E (%)	153.8	144.4	138.2	125.7

Source: Thanachart estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	8.30
Target price (Bt)	13.00
Market cap (US\$ m)	2,897
Avg daily turnover (US\$ m)	8.4
12M H/L price (Bt)	10.20/8.20

Price Performance



Sources: Thanachart estimates, Bloomberg

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข 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 93 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMATA16C2212A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2212A, BANPU16C2210A, BBL16C2212A, BCH16C2211A, BH16C2212B, BH16C2212A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2212A, BGRI16C2209A, BLA16C2212A, BLA16C2209A, BTS16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2301A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, CPN16C2301A, DTAC16C2212A, DOHOME16C2301A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2301A, GPSC16C2209A, GULF16C2301A, GULF16C2210A, GUNKUL16C2301A, GUNK16C2209A, HANA16C2301A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2301A, IVL16C2212A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBANK16C2301A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2301A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2301A, MINT16C2211A, MTC16C2301A, MTC16C2212A, MTC16C2209A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTEP16C2212A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCGP16C2212A, SET5016P2212A, SET5016C2209B, SET5016C2212A, SET5016P2209B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, TU16C2210A, VGI16C2301A, WHA16C2209A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, CPN, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, RBF, SAWAD, SCB, SET50, SCGP, SINGER, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TRUE, TTA, TU, VGI, WHA). และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว 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 ราชธานีลิซซิ่ง 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 การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการร่วมกันได้แก่ นาง อัครินี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมเนท์ 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)