

# Fundamental Story

## BTS Group Holdings Pcl (BTS TB) - BUY, Price Bt4.90, TP Bt5.50

### Results Comment

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

### 2QFY25 ขาดทุนมากกว่าคาด

- BTS รายงานขาดทุนจากการดำเนินงานที่ 391 ลบ. ใน 2QFY25 จากขาดทุน 294 ลบ. ใน 2QFY24 และขาดทุน 78 ลบ. ใน 1QFY25 การขาดทุนมีสาเหตุหลักมาจากดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้น และส่วนแบ่งขาดทุนจากรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสีเหลือง ดังนั้นเราจึงเห็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- เมื่อรวมขาดทุนจากรถโดยสารทางการเงิน 64 ลบ. บริษัทฯ รายงานขาดทุนสุทธิ 456 ลบ. ใน 2QFY25
- แม้ว่าเราจะมีคำแนะนำ "ซื้อ" BTS เนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะถึงจุดต่ำสุดแล้ว ขณะที่ราคาหุ้นที่ร่วงลง 36% จากจุดสูงสุดในปีนี้ดูเหมือนว่าจะสะท้อนข่าวร้ายไปแล้ว แต่เราไม่เห็นความจำเป็นที่จะต้องรีบลงทุนในหุ้นนี้ เนื่องจากยังคงมีความเสี่ยงจากแผนการปรับโครงสร้างใหม่และการเพิ่มทุนของ BTS ซึ่งอาจทำให้ มี EPS dilution ถึง 18% ซึ่งเรายังไม่ได้รวมในราคาเป้าหมาย
- รายได้รวมของ BTS ทรงตัว y-y ใน 2QFY25 โดยมีสาเหตุหลักมาจาก
  - รายได้จากการเดินรถลดลง 6% y-y (63% ของทั้งหมด) เนื่องจาก 1) รายได้จาก O&M ที่เพิ่มขึ้น 3% y-y และรายได้จากค่าโดยสารจากรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสีเหลืองที่เพิ่มขึ้น 144% y-y ถูกชดเชยด้วยการลดลง 55% ของรายได้รับเหมาก่อสร้างจากการก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสีเหลืองที่แล้วเสร็จ
  - รายได้จากสื่อเพิ่มขึ้น 10% y-y (33% ของทั้งหมด) สาเหตุหลักมาจากการรายได้สื่อจาก VGI ที่เติบโตตามเม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อออนไลน์ที่เพิ่มขึ้น
- อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเล็กน้อยเป็น 32% ใน 2QFY25 เทียบกับ 33% ใน 2QFY24 ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น 13% y-y เนื่องมาจากการรับรู้ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจากโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสีเหลือง
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมผลิกลมาเป็นลบ แม้ไม่มีขาดทุนจาก KEX แต่บริษัทฯ รับรู้กำไรที่ลดลงจาก BTSGIF และ TNL และส่วนแบ่งขาดทุนที่เพิ่มขึ้นจาก RABBIT

Income Statement					
(consolidated)					
Yr-end Mar (Bt m)	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
Revenue	3,981	5,148	3,887	3,744	3,972
<b>Gross profit</b>	<b>1,329</b>	<b>1,449</b>	<b>1,155</b>	<b>1,102</b>	<b>1,288</b>
SG&A	1,111	1,336	1,187	954	1,161
Operating profit	218	113	(32)	149	128
<b>EBITDA</b>	<b>509</b>	<b>451</b>	<b>401</b>	<b>529</b>	<b>529</b>
Other income	1,519	1,724	1,466	1,512	1,473
Other expense	0	0	0	0	0
Interest expense	1,459	1,581	1,782	1,697	1,653
<b>Profit before tax</b>	<b>277</b>	<b>256</b>	<b>(348)</b>	<b>(36)</b>	<b>(52)</b>
Income tax	478	453	243	471	485
Equity & invest. income	(50)	(980)	(68)	199	(92)
Minority interests	(43)	361	369	230	238
Extraordinary items	551	(3,946)	326	(304)	(64)
<b>Net profit</b>	<b>257</b>	<b>(4,762)</b>	<b>36</b>	<b>(382)</b>	<b>(456)</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(294)</b>	<b>(816)</b>	<b>(290)</b>	<b>(78)</b>	<b>(391)</b>
EPS (Bt)	0.02	(0.36)	0.00	(0.03)	(0.03)
Normalized EPS (Bt)	(0.02)	(0.06)	(0.02)	(0.01)	(0.03)

Balance Sheet					
(consolidated)					
Yr-end Mar (Bt m)	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
Cash & ST investment	11,666	12,306	11,143	19,269	9,477
A/C receivable	1,291	1,531	1,446	1,376	1,444
Inventory	848	805	837	818	839
Other current assets	9,377	33,525	34,281	21,342	22,351
Investment	49,711	43,122	41,044	40,685	41,594
Fixed assets	80,003	81,706	82,672	83,396	84,526
Other assets	123,042	100,556	100,658	90,594	90,686
<b>Total assets</b>	<b>275,938</b>	<b>273,550</b>	<b>272,082</b>	<b>257,480</b>	<b>250,916</b>
S-T debt	45,251	42,476	41,026	30,796	23,393
A/C payable	5,208	5,203	5,575	4,706	4,685
Other current liabilities	2,842	4,564	5,097	3,270	4,825
L-T debt	135,563	143,744	143,332	143,517	142,741
Other liabilities	10,719	10,241	10,658	10,116	10,978
Minority interest	22,913	20,379	19,851	19,477	19,396
<b>Shareholders' equity</b>	<b>53,441</b>	<b>46,943</b>	<b>46,542</b>	<b>45,599</b>	<b>44,899</b>
Working capital	(3,070)	(2,867)	(3,291)	(2,513)	(2,402)
Total debt	180,814	186,220	184,359	174,312	166,134
<b>Net debt</b>	<b>169,148</b>	<b>173,914</b>	<b>173,216</b>	<b>155,043</b>	<b>156,658</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Income Statement				6M as		
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	FY25F	FY26F	
Revenue	6	(0)	49	15,693	16,559	
<b>Gross profit</b>	<b>17</b>	<b>(3)</b>	<b>52</b>	<b>4,597</b>	<b>5,495</b>	
SG&A	22	4	44	4,786	4,885	
Operating profit	(14)	(41)	(146)	(189)	610	
<b>EBITDA</b>	<b>(0)</b>	<b>4</b>	<b>90</b>	<b>1,175</b>	<b>2,524</b>	
Other income	(3)	(3)	57	5,226	2,594	
Other expense						
Interest expense	(3)	13	49	6,814	4,593	
<b>Profit before tax</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>5</b>	<b>(1,777)</b>	<b>(1,389)</b>	
Income tax	3	2	na	0	56	
Equity & invest. income	na	na	11	996	1,194	
Minority interests	4	na	94	500	528	
Extraordinary items						
<b>Net profit</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(281)</b>	<b>278</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(281)</b>	<b>278</b>	
EPS (Bt)	na	na	na	(0.02)	0.02	
Normalized EPS (Bt)	na	na	na	(0.02)	0.02	

Financial Ratios					
(%)	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
Sales grow th	(13.1)	9.0	(22.4)	(27.4)	(0.2)
Operating profit grow th	(64.4)	(73.9)	na	(66.3)	(41.3)
EBITDA grow th	(40.6)	(34.8)	(37.5)	(23.1)	3.9
Norm profit grow th	na	na	na	na	na
Norm EPS grow th	na	na	na	na	na
Gross margin	33.4	28.1	29.7	29.4	32.4
Operating margin	5.5	2.2	(0.8)	4.0	3.2
EBITDA margin	12.8	8.8	10.3	14.1	13.3
Norm net margin	(7.4)	(15.8)	(7.5)	(2.1)	(9.9)
D/E (x)	2.4	2.8	2.8	2.7	2.6
Net D/E (x)	2.2	2.6	2.6	2.4	2.4
Interest coverage (x)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
Interest rate	3.3	3.4	3.8	3.8	3.9
Effective tax rate	172.3	176.7	(69.9)	(1,297.7)	(940.1)
ROA	(0.4)	(1.2)	(0.4)	(0.1)	(0.6)
ROE	(2.2)	(6.5)	(2.5)	(0.7)	(3.5)

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นร่วมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: 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 การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"