

Fundamental Story

BTS Rail Mass Transit (BTSGIF TB) - BUY, Price Bt3.20, TP Bt3.80

Results Comment

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

กำไร 2QFY25 อ่อนแอ เป็นไปตามคาด

- BTSGIF รายงานกำไรปกติ 1.1 พันลบ. ใน 2QFY25 (ก.ค.-ก.ย. 2024) ลดลง 12% y-y แต่เพิ่มขึ้น 10% q-q กำไรเป็นไปตามคาด โดยกำไรที่ลดลง y-y ส่วนใหญ่เกิดจากค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงที่สูงขึ้นจากค่าใช้จ่ายในการซ่อมแซมขบวนรถ ขณะที่การเติบโตของกำไร q-q เกิดจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น
- ด้วยมูลค่ายุติธรรมที่ไม่ใช่เงินสดของเงินลงทุนใน "สัญญาซื้อและโอนรายได้สุทธิ" (NRTA) ลดลง 790 ลบ. BTSGIF รายงานกำไรสุทธิ 271 ลบ. ใน 2QFY25
- แม้มีลักษณะเหมือนหุ้นกู้ชนิดทยอยคืนเงินต้นที่มูลค่าหน่วยถูกตัดจำหน่ายตลอดอายุสัมปทานของสายสีเขียวหลักและกลายเป็นศูนย์เมื่อสิ้นสุดสัมปทานในเดือนธันวาคม 2029 แต่เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยคาดว่า capital return สำหรับผู้ถือหน่วยลงทุนอยู่ที่ 4.7 บาท/หน่วย ในปี FY25-30F หากนักลงทุนซื้อ BTSGIF และถือไว้จนครบกำหนด ซึ่งหมายถึงผลตอบแทนที่ 7.8% ต่อปีโดยเฉลี่ย
- รายได้จากการลงทุนใน NRTA ลดลง 12% y-y ใน 2QFY25 เนื่องจากรายได้ค่าโดยสารของสายสีเขียวหลักเพิ่มขึ้น 4% y-y การเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้โดยสาร 6% y-y ใน 2QFY25 ถูกชดเชยบางส่วนด้วยค่าโดยสารเฉลี่ยที่ลดลง 3% y-y เนื่องมาจากการส่งเสริมการขายแพ็คเกจค่าโดยสารรายเดือน
- ต้นทุนการดำเนินงานและการซ่อมบำรุงใน 2QFY25 เพิ่มขึ้น 35% y-y โดยหลักแล้วเกิดจากต้นทุนซ่อมบำรุงที่สูงขึ้น 178% y-y จากค่าใช้จ่ายในการปรับปรุงขบวนรถ แม้ว่าค่าใช้จ่ายพนักงานจะลดลง 4% y-y และค่าใช้จ่ายสาธารณูปโภคลดลง 10% y-y
- เนื่องจากกองข มีการขาดทุนสะสม ดังนั้น การจ่ายเงินคืนสำหรับ 2QFY25 จำนวน 0.195 บาทต่อหน่วย จึงจะจ่ายในรูปแบบของการคืนทุน
- การลดระยะเวลาสัมปทานทำให้มูลค่า NAV ของบริษัท ลดลงเหลือ 2.9 หมื่นลบ. ณ วันที่ 30 ก.ย. 2024 หรือเทียบเท่า 5.0091 บาทต่อหน่วย (เทียบกับประมาณการของเราที่ 3.8 บาท)

Income Statement

Yr-end Mar (Bt m)	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
NET SALES	1,217	1,249	1,184	967	1,068
GROSS PROFIT	1,217	1,249	1,184	967	1,068
SG&A	12	13	15	13	10
Operating profit	1,204	1,236	1,168	954	1,059
EBITDA	1,204	1,236	1,168	954	1,059
Other income	6	7	8	8	8
Other expense	(5)	(1)	(4)	(1)	(5)
Interest expense					
Profit before tax	1,205	1,242	1,172	961	1,061
Income tax					
Equity & invest. income					
Minority interests					
Extraordinary items	(1,430)	(1,190)	(6,880)	(550)	(790)
Net investment income	(225)	52	(5,708)	411	271
Norm Net Invest. Income	1,205	1,242	1,172	961	1,061
EPS (Bt)	(0.04)	0.01	(0.99)	0.07	0.05
Normalized EPS (Bt)	0.21	0.21	0.20	0.17	0.18

Balance Sheet

Yr-end Mar (Bt m)	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
Cash & equivalent	59	131	43	51	94
S-T investments					
A/C receivable	198	257	270	352	
Other					
Investment & Loans	38,156	36,961	30,081	29,359	28,938
Fixed assets					
Other assets					
Total assets	38,415	37,350	30,399	29,765	29,034
S-T debt					
A/C payable					31
Other current liabilities	2	2	2	2	2
L-T debt					
Other liabilities					
Minority interest					
Net Assets	38,401	37,249	30,384	29,752	28,993
Net debt	(59)	(131)	(43)	(51)	(94)
Avg outstanding units (shrs)	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788

Sources: Company data, Thanachart estimates

Income Statement

(Bt m)	6M as				
	q-q%	y-y%	% 2025F	FY25F	FY26F
Revenue	11	(12)	48	4,252	4,485
Gross profit	11	(12)	48	4,252	4,485
SG&A	(23)	(21)	44	51	54
Operating profit	11	(12)	48	4,200	4,431
EBITDA	11	(12)	48	4,200	4,431
Other income	(3)	28	416	4	4
Other expense	na	na	60	(11)	(11)
Interest expense					
Profit before tax	10	(12)	48	4,194	4,423
Income tax					
Equity & invest. income					
Minority interests					
Extraordinary items	na	na	17	(7,812)	(6,254)
Net profit	(34)	na	(19)	(3,618)	(1,830)
Normalized profit	10	(12)	48	4,194	4,423
EPS (Bt)	(34)	na	(19)	(0.63)	(0.32)
Normalized EPS (Bt)	10	(12)	48	0.72	0.76

Financial Ratios

(%)	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
Sales grow th	41.4	32.0	11.0	(7.1)	(12.2)
EBITDA grow th	42.0	32.3	10.8	(6.9)	(12.1)
Net income grow th	na	(95.7)	na	(46.6)	na
Norm income grow th	42.1	32.8	11.2	(6.7)	(11.9)
Norm EPS grow th	42.1	32.8	11.2	(6.7)	(11.9)
Gross margin	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin	99.0	99.0	98.7	98.7	99.1
EBITDA margin	99.0	99.0	98.7	98.7	99.1
Norm net margin	99.0	99.4	99.0	99.4	99.3
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	12.3	13.1	13.8	12.8	14.4
ROE	12.3	13.1	13.9	12.8	14.5

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 และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว 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 ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน 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)"