

Fundamental Story

Bangkok Exp. & Metro (BEM TB) - BUY, Price Bt5.95, TP Bt8.00

Results Comment

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

4Q25 กำไรทรงตัว y-y เป็นไปตามคาด

- BEM รายงานกำไรปกติ 4Q25 ที่ 837 ลบ. ลดลง 2% y-y และ 22% q-q ผลการดำเนินงานเป็นไปตามที่เราคาดการณ์ไว้ การลดลง q-q ส่วนใหญ่เกิดจากไม่มีรายได้จากเงินปันผลของ TTW ซึ่งบริษัทถือหุ้นอยู่ 18%
- เราคาดว่ากำไรจะเติบโตเล็กน้อยที่ 3% y-y ในปี 2026F โดยได้รับการสนับสนุนจากการควบคุมต้นทุนและการเพิ่มขึ้นของยอดการใช้ทางด่วน และจำนวนผู้โดยสารในระดับปานกลาง
- เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" BEM เนื่องจาก 1) ปัจจัยพื้นฐานของบริษัทยังคงแข็งแกร่งในมุมมองของเรา โดยมีสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐานที่ดีและระยะเวลาสัมปทานที่ยาวนานถึง 10 ปีสำหรับทางด่วน และ 25 ปีสำหรับรถไฟฟ้าขนส่งมวลชน และ 2) ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PE ต่ำที่สุดที่ 23 เท่า ในปี 2026F นับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2016
- รายได้รวมของ BEM ลดลง 1% y-y ใน 4Q25 เนื่องจาก:
 - 1) รายได้จากค่าผ่านทางคงที่ (ยอดการใช้ทางด่วนเพิ่มขึ้น 1% y-y ขณะที่อัตราค่าผ่านทางคงที่ y-y)
 - 2) รายได้จากรถไฟฟงที่ (จำนวนผู้โดยสารลดลง 1% y-y ขณะที่รายได้จากค่าโดยสารคงที่ y-y)
 - 3) รายได้จากการพัฒนาเชิงพาณิชย์ลดลง 11% y-y เนื่องจากรายได้จากบริการเครือข่ายโทรคมนาคมลดลงจากการควบรวมกิจการของ TRUE และ DTAC
- อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเล็กน้อยเหลือ 44% ใน 4Q25 เทียบกับ 45% ใน 4Q24 ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคงที่ y-y
- รายได้อื่นๆ ลดลง 42% y-y เนื่องจากรายได้จากเงินฝากลดลง ขณะที่ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลดลง 8% y-y เนื่องจากการบริหารจัดการต้นทุนทางการเงินที่มีประสิทธิภาพ

Income Statement (consolidated)						Income Statement 12M as					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025A	2026F
Revenue	4,366	4,259	3,997	4,319	4,342	Revenue	1	(1)	99	16,916	17,621
Gross profit	1,971	1,932	1,682	1,920	1,924	Gross profit	0	(2)	99	7,458	7,796
SG&A	343	294	328	300	345	SG&A	15	0	99	1,267	1,322
Operating profit	1,628	1,638	1,354	1,620	1,579	Operating profit	(3)	(3)	99	6,191	6,474
EBITDA	2,186	2,149	1,921	2,180	2,260	EBITDA	4	3	102	8,510	8,590
Other income	41	33	374	245	23	Other income	(90)	(42)	83	675	815
Other expense	0	0	0	0	0	Other expense					
Interest expense	600	581	573	570	553	Interest expense	(3)	(8)	92	2,277	2,428
Profit before tax	1,069	1,090	1,155	1,295	1,049	Profit before tax	(19)	(2)	100	4,589	4,861
Income tax	218	219	162	215	212	Income tax	(2)	(3)	88	808	972
Equity & invest. income	0	0	0	0	0	Equity & invest. income					
Minority interests	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	Minority interests					
Extraordinary items	0	0	0	0	0	Extraordinary items					
Net profit	851	871	993	1,079	837	Net profit	(22)	(2)	103	3,781	3,889
Normalized profit	851	871	993	1,079	837	Normalized profit	(22)	(2)	103	3,781	3,889
EPS (Bt)	0.06	0.06	0.06	0.07	0.05	EPS (Bt)	(22)	(2)	103	0.25	0.25
Normalized EPS (Bt)	0.06	0.06	0.06	0.07	0.05	Normalized EPS (Bt)	(22)	(2)	103	0.25	0.25

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios (%)					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25		4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Cash & ST investment	2,136	1,831	1,916	2,061	2,333	Sales grow th	4.3	0.2	(0.7)	(1.1)	(0.6)
A/C receivable	908	960	736	647	844	Operating profit grow th	0.7	2.3	(2.5)	(0.5)	(3.0)
Inventory	0	0	0	0	0	EBITDA grow th	2.7	3.5	(0.1)	1.0	3.4
Other current assets	2,143	2,161	2,157	21,807	21,479	Norm profit grow th	(1.0)	2.8	(1.0)	1.2	(1.6)
Investment	11,601	10,420	9,941	10,904	10,503	Norm EPS grow th	(1.0)	2.8	(1.0)	1.2	(1.6)
Fixed assets	82,560	83,994	86,750	88,894	90,609	Gross margin	45.1	45.4	42.1	44.4	44.3
Other assets	33,425	36,913	40,842	26,803	34,742	Operating margin	37.3	38.5	33.9	37.5	36.4
Total assets	132,773	136,278	142,342	151,115	160,510	EBITDA margin	50.1	50.5	48.1	50.5	52.0
S-T debt	14,784	15,776	20,419	38,790	36,505	Norm net margin	19.5	20.5	24.8	25.0	19.3
A/C payable	3,420	3,756	3,794	4,908	4,919	D/E (x)	2.4	2.5	2.8	2.8	3.0
Other current liabilities	915	869	773	717	909	Net D/E (x)	2.3	2.4	2.8	2.8	3.0
L-T debt	72,294	74,708	77,761	64,889	75,791	Interest coverage (x)	3.6	3.7	3.4	3.8	4.1
Other liabilities	4,800	4,765	4,857	5,243	5,383	Interest rate	2.8	2.6	2.4	2.3	2.0
Minority interest	2	2	2	2	2	Effective tax rate	20.4	20.1	14.0	16.6	20.2
Shareholders' equity	36,559	36,402	34,737	36,567	37,001	ROA	2.6	2.6	2.9	2.9	2.1
Working capital	(2,512)	(2,796)	(3,058)	(4,261)	(4,075)	ROE	9.3	9.6	11.2	12.1	9.1
Total debt	87,078	90,484	98,180	103,679	112,296						
Net debt	84,942	88,653	96,264	101,618	109,962						

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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.

"บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนาชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนนโม่ธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (CPF) ครั้งที่ 1/2569 ชุดที่ 1-3" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"