

Fundamental Story

BTS Rail Mass Transit (BTSGIF TB) - BUY, Price Bt2.66, TP Bt3.30

Results Comment

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

กำไร 3QFY26 ทรงตัว y-y เป็นไปตามคาด

- BTSGIF รายงานกำไรปกติ 1.2 พันลบ. ใน 3QFY26 (ต.ค.-ธ.ค. 2025) เพิ่มขึ้น 1% y-y และ 3% q-q กำไรออกมาตามที่เราคาดการณ์ การเติบโต y-y ที่เกือบทรงตัวสะท้อนรายได้ค่าโดยสารที่ลดลง ซึ่งถูกชดเชยด้วยค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงและค่าใช้จ่ายในการขายที่ลดลง ทั้งนี้ กำไรปกติในช่วง 9MFY26 คิดเป็น 78% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา

■ จากการบันทึกขาดทุนจากการปรับมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนภายใต้สัญญาซื้อและโอนสิทธิรายได้สุทธิ (NRTA) ซึ่งเป็นรายการที่ไม่ใช่เงินสด จำนวน 1.3 พันลบ. ทำให้ BTSGIF รายงานผลขาดทุนสุทธิ 59 ลบ. ใน 3QFY26

■ แม้กองทุนจะมีลักษณะเป็นตราสารคล้ายหุ้นกับแบบทยอยตัดจำหน่าย (amortizing bond) ซึ่งมูลค่าจะทยอยลดลงตามอายุสัมปทานของรถไฟฟ้าสายสีเขียวหลัก และจะเหลือศูนย์เมื่อสิ้นสุดสัมปทานในเดือนธันวาคม 2029 แต่เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” โดยคาดว่าผู้อื้อหน่วยจะได้รับผลตอบแทนเงินทุนรวมประมาณ 3.2 บาทต่อหน่วยในช่วงปี FY27-30F หากเข้าซื้อและถือหน่วยลงทุนจนถึงวันครบอายุสัมปทาน

■ รายได้จากเงินลงทุนภายใต้สัญญา NRTA เพิ่มขึ้น 1% y-y ใน 3QFY26 โดยมีปัจจัยดังนี้:

1) รายได้ค่าโดยสารจากรถไฟฟ้าสายสีเขียวหลักลดลง 1% y-y เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารลดลง 2% y-y แต่ถูกชดเชยบางส่วนจากค่าโดยสารเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้น 1% y-y

2) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและซ่อมบำรุง (O&M) ลดลง 5% y-y สาเหตุหลักจาก (1) ค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงลดลง 14% y-y จากค่าใช้จ่ายปรับปรุงรถไฟฟ้าที่ลดลง และ (2) ค่าใช้จ่ายในการขายลดลง 35% y-y สะท้อนค่าบริการด้านการวิเคราะห์ข้อมูล (data analytics) ที่ลดลง

■ เนื่องจากกองทุนมีผลขาดทุนสะสม การจ่ายเงินตอบแทนสำหรับ 3QFY26 อยู่ที่ 0.20 บาทต่อหน่วย จะจ่ายในรูปแบบเงินคืนทุน

■ การปรับลดระยะเวลาสัมปทานส่งผลให้มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (NAV) ลดลงมาอยู่ที่ 21.3 พันลบ. ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2025 หรือคิดเป็น 3.6754 บาทต่อหน่วย

Income Statement						Income Statement					
Yr-end Mar (Bt m)	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2026F	FY26F	FY27F
NET SALES	1,235	1,245	1,081	1,213	1,247	Revenue	3	1	78	4,555	4,520
GROSS PROFIT	1,235	1,245	1,081	1,213	1,247	Gross profit	3	1	78	4,555	4,520
SG&A	10	10	11	9	8	SG&A	(16)	(18)	52	55	54
Operating profit	1,225	1,235	1,069	1,203	1,239	Operating profit	3	1	78	4,500	4,466
EBITDA	1,225	1,235	1,069	1,203	1,239	EBITDA	3	1	78	4,500	4,466
Other income	8	6	8	5	5	Other income	(0)	(39)	35	48	32
Other expense	(1)	(4)	(1)	(4)	(2)	Other expense	na	na	62	(11)	(11)
Interest expense						Interest expense					
Profit before tax	1,232	1,237	1,076	1,205	1,241	Profit before tax	3	1	78	4,537	4,486
Income tax						Income tax					
Equity & invest. income						Equity & invest. income					
Minority interests						Minority interests					
Extraordinary items	(740)	(3,600)	(600)	(1,590)	(1,300)	Extraordinary items	na	na	61	(5,680)	(5,425)
Net investment income	492	(2,363)	476	(385)	(59)	Net profit	na	na	(3)	(1,143)	(938)
Norm Net Invest. Income	1,232	1,237	1,076	1,205	1,241	Normalized profit	3	1	78	4,537	4,486
EPS (Bt)	0.08	(0.41)	0.08	(0.07)	(0.01)	EPS (Bt)	na	na	(3)	(0.20)	(0.16)
Normalized EPS (Bt)	0.21	0.21	0.19	0.21	0.21	Normalized EPS (Bt)	3	1	78	0.78	0.78

Balance Sheet						Financial Ratios					
Yr-end Mar (Bt m)	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26	(%)	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26
Cash & equivalent	93	81	121	180	108	Sales grow th	(1.1)	5.1	11.8	13.5	0.9
S-T investments						EBITDA grow th	(0.9)	5.7	12.1	13.7	1.1
A/C receivable	216	186	342	151	201	Net income grow th	847.9	na	15.9	na	na
Other						Norm income grow th	(0.8)	5.6	12.0	13.5	0.7
Investment & Loans	28,056	24,574	23,623	22,377	20,973	Norm EPS grow th	(0.8)	5.6	12.0	13.5	0.7
Fixed assets						Gross margin	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Other assets						Operating margin	99.2	99.2	99.0	99.2	99.4
Total assets	28,365	24,847	24,091	22,709	21,282	EBITDA margin	99.2	99.2	99.0	99.2	99.4
S-T debt						Norm net margin	99.7	99.4	99.6	99.3	99.6
A/C payable						D/E (x)	-	-	-	-	-
Other current liabilities	2	2	2	2	2	Net D/E (x)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
L-T debt						Interest coverage (x)	na	na	na	na	na
Other liabilities						Effective tax rate	-	-	-	-	-
Minority interest						ROA	17.2	18.6	17.6	20.6	22.6
Net Assets	28,356	24,836	24,079	22,536	21,273	ROE	17.2	18.6	17.6	20.7	22.7
Net debt	(93)	(81)	(121)	(180)	(108)						
Avg outstanding units (shrs)	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788						

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ 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: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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