

HOLD (From: BUY)**TP: Bt 2.60** (From: Bt 3.30)

Change in Recommendation

Upside : 2.4%

BTS Rail Mass Transit Growth (BTSGIF TB)

ถือเพื่อรับผลตอบแทน

เราปรับกำไรของ BTSGIF จากความล่าช้าในการปรับปรุงขบวนรถไฟ และจำนวนผู้โดยสารที่ต่ำกว่าคาด ด้วยมาใช้ปีฐาน FY27F และด้วยลักษณะเหมือนหุ้นกู้ชนิดทยอยคืนเงินต้น ทำให้ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 2.6 บาท เราปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ" โดยคาดว่าให้ผลตอบแทนปี 4.8% ต่อปี

**SAKSID PHADTHANANARAK**

662-779-9119

saksid.pha@ttbwealth.co.th

ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 2.6 บาท ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ"

ความล่าช้าในการปรับปรุงขบวนรถส่งผลให้เราต้องปรับเพิ่มกำไรสุทธิของ BTSGIF ขึ้น 3% ในปี FY2026F (สิ้นสุดเดือนมีนาคม) อย่างไรก็ตาม เราได้ปรับลดคาดการณ์ปี FY2027-30F ลง 3-8% เพื่อสะท้อน 1) ค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงที่สูงขึ้นในปี FY2027-30F หลังจากการปรับปรุงล่าช้าในปีนี้ และ 2) การเติบโตของผู้โดยสารที่ลดลง 4-5% เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารใน 9M26 ต่ำกว่าที่คาด และมุมมองของเราเกี่ยวกับการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวไทยที่อยู่ในระดับปานกลาง จากปรับมาใช้ปีฐาน FY2027F และมีลักษณะเหมือนหุ้นกู้ชนิดทยอยคืนเงินต้นที่มูลค่าหน่วยถูกตัดจำหน่ายตลอดอายุสัมปทานของสายสีเขียวหลักและกลายเป็นศูนย์เมื่อสิ้นสุดสัมปทานในเดือนธ.ค.2029 ราคาเป้าหมายของเราจึงลดลงเหลือ 2.6 บาทต่อหน่วย (จาก 3.3 บาท) ดังนั้นเราจึงปรับลดคำแนะนำ BTSGIF จาก "ซื้อ" เป็น "ถือ"

เงินปันผลรวม 3 บาท/หน่วย ในปี FY2027-30F

จำนวนผู้โดยสารของ BTSGIF ลดลง 2% y-y ในช่วง 11MFY26 เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ผลกระทบจากแผ่นดินไหว และจำนวนนักท่องเที่ยวที่ลดลง เมื่อพิจารณาจากฐานที่ต่ำในปี FY26F ราคาว่าจำนวนผู้โดยสารจะฟื้นตัว โดยเติบโต 4% y-y ในปี FY2027F และ 3% ต่อปี ในปี FY28F อย่างไรก็ตาม คาดว่าค่าใช้จ่ายในซ่อมบำรุงจะลดลง 38% y-y ในปี FY26F ก่อนที่จะเพิ่มขึ้น 58% y-y ในปี FY2027F เนื่องจากการล่าช้าในการปรับปรุงขบวนรถในช่วงปี FY2027-30F ด้วยคาดว่าค่าโดยสารจะเพิ่มขึ้น 1% ต่อปี เราคาดว่ากำไรของ BTSGIF จะเติบโต 4%/7/6% ต่อปี ในปี FY2026-28F และ capital return ให้แก่ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน 3 บาทต่อหน่วย ในปี FY2026-30F หากนักลงทุนซื้อ BTSGIF และถือจนครบกำหนด ซึ่งหมายถึงผลตอบแทนเฉลี่ย 4.8% ต่อปี

BTSGIF ประเมินการเชิงรุกมากขึ้น

ประมาณการของเรามีความระมัดระวังมากกว่าของทั้ง BTSGIF และบริษัทผู้ประเมินมูลค่า American Appraisal (Thailand) Ltd. (AATL) โดย AATL คาดว่าจำนวนผู้โดยสารจะเติบโตเฉลี่ย 5.1% ต่อปี ในปี FY27-30F ค่าโดยสารจะเติบโตเฉลี่ย 2.3% ต่อปี นอกจากนี้ AATL ยังประเมินว่ารายได้ค่าโดยสารสุทธิ (net farebox revenue) จะเติบโตเฉลี่ย 11% ต่อปี ใน FY27-30F ซึ่งอาจสะท้อนถึงผลตอบแทนเงินหุ้นรวม (total capital return) ให้แก่ผู้ถือหุ้นหน่วยประมาณ 3.5 บาทต่อหน่วย หรือคิดเป็นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยประมาณ 10% ต่อปี

อัปเดตที่อาจเกิดขึ้นจากการลดหนี้ค่าโดยสาร

หนึ่งในนโยบายสำคัญของรัฐบาลที่นำโดยพรรคภูมิใจไทย คือการกำหนดค่าโดยสารแบบเหมาจ่ายวันละ 40 บาท สำหรับการใช้ระบบขนส่งสาธารณะแบบไม่จำกัดเที่ยว โดยจะใช้การลดหนี้ค่าโดยสาร และ/หรือการซื้อคืนสัมปทาน เป็นแหล่งเงินสนับสนุนในช่วงที่รัฐบาลให้บริการขนส่งสาธารณะฟรีระหว่างวันที่ 25-31 มกราคม 2025 เพื่อแก้ปัญหาฝุ่น PM2.5 ในกรุงเทพฯ พบว่าจำนวนผู้โดยสารของสายสีเขียวหลักเพิ่มขึ้น 39% w-w อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวมผลของนโยบายนี้ไว้ในประมาณการของเรา โดยจากการวิเคราะห์ความอ่อนไหว พบว่าทุก ๆ การเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้โดยสาร 1% ในปี FY27-30F จะทำให้ผลตอบแทนเงินหุ้นเพิ่มขึ้น 1% เช่นกัน

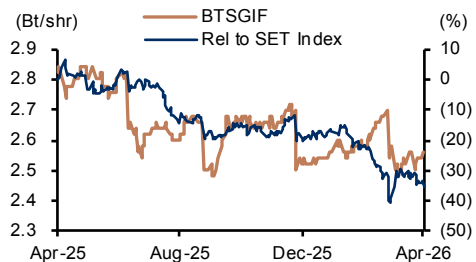
COMPANY VALUATION

Y/E Mar (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	4,515	4,693	4,377	4,635
Net profit	(1,189)	(604)	(545)	62
Consensus NP	—	4,470	4,710	4,765
Diff frm cons (%)	—	4.4	(7.8)	(3.5)
Norm profit	4,491	4,664	4,342	4,597
Prev. Norm profit	—	4,537	4,486	4,814
Chg frm prev (%)	—	2.8	(3.2)	(4.5)
Norm EPS (Bt)	0.8	0.8	0.8	0.8
Norm EPS grw (%)	(3.4)	3.9	(6.9)	5.9
Norm PE (x)	3.3	3.2	3.4	3.2
EV/EBITDA (x)	3.3	3.2	3.4	3.2
P/NAV (x)	0.6	0.8	1.0	1.5
Cash div yield (%)*	29.8	31.7	29.5	31.3
Effective yield (%)**	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	16.3	21.1	25.7	37.7
Net D/E (%)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)

Note: * Dividend from operations and capital reduction

** Dividend from operations

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 2-Apr-26 (Bt)	2.54
Market Cap (US\$ m)	448.6
Listed Shares (m shares)	5,788.0
Free Float (%)	64.4
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	0.2
12M Price H/L (Bt)	2.84/2.48
Sector	Transportation
Major Shareholder	BTS Group Holdings 30.74%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

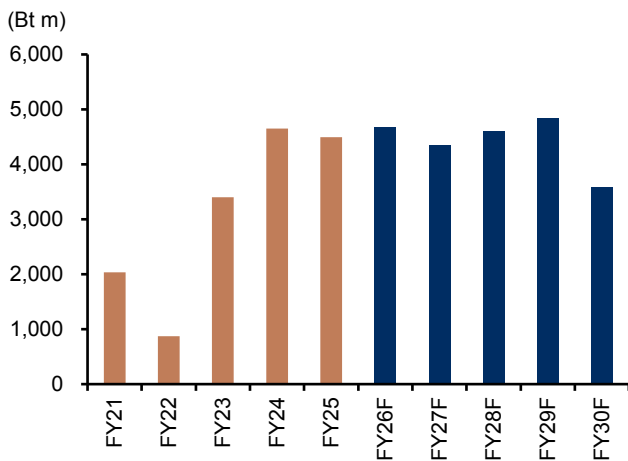
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวิลด์ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Key Assumption Changes

FY end (Mar)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Ridership (m trips)						
- New	163.4	194.4	205.0	199.9	207.9	214.1
- Old				211.2	217.5	224.0
- Change (%)				(5.4)	(4.4)	(4.4)
Average fare (Bt/trip)						
- New	32.9	34.0	33.2	33.5	33.9	34.2
- Old				33.9	34.2	34.9
- Change (%)				(1.2)	(0.9)	(2.0)
Maintenance expenses (Bt m)						
- New	537	517	1,016	635	1,004	1,032
- Old				893	911	929
- Change (%)				(28.9)	10.2	11.1
Normalized profit (Bt m)						
- New	3,400	4,648	4,491	4,664	4,342	4,597
- Old				4,537	4,486	4,814
- Change (%)				2.8	(3.2)	(4.5)

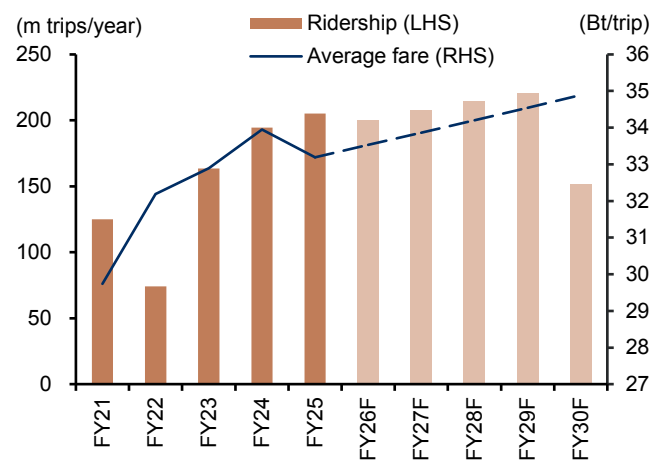
Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

Ex 2: Our Normalized Earnings Forecasts



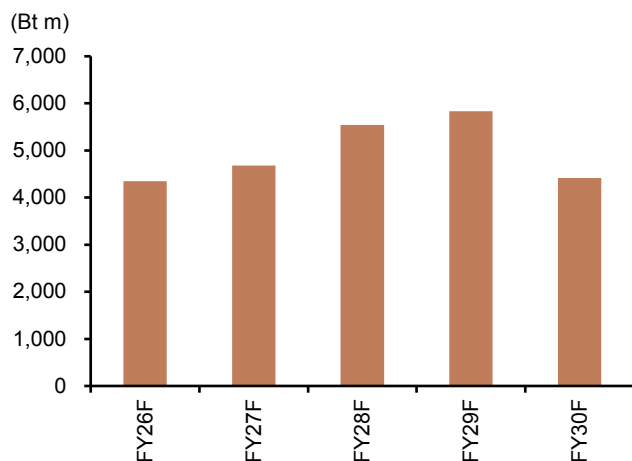
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 3: Our Ridership And Average Fare Forecasts



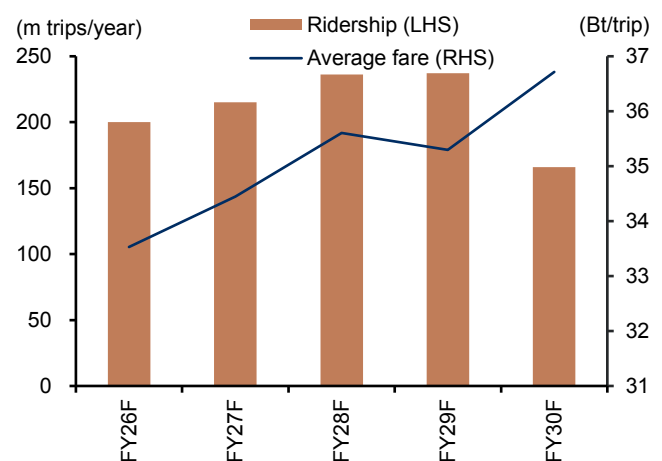
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 4: AATL's Net Cash Flow Forecasts



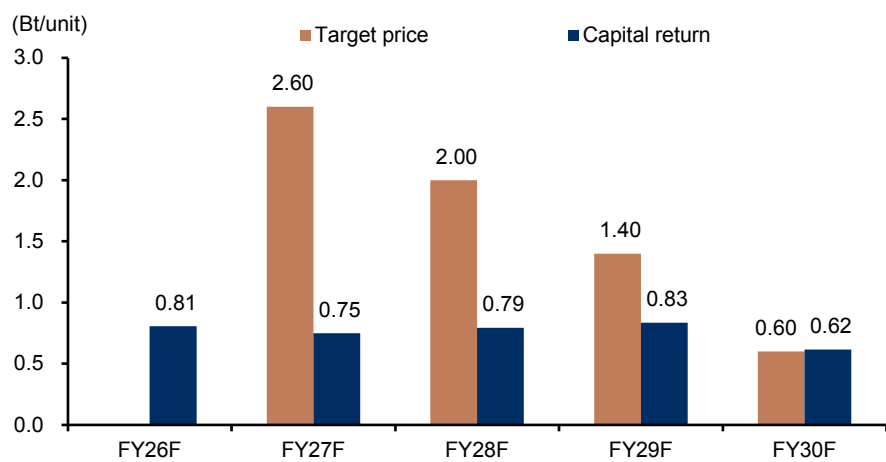
Sources: BTSGIF's appraisal, American Appraisal (Thailand) Ltd. (AATL)

Ex 5: AATL's Ridership And Average Fare Forecasts



Sources: BTSGIF's appraisal, American Appraisal (Thailand) Ltd. (AATL)

Ex 6: Our TP Vs. Capital Return Per Unit



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 7: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of FY26F

(Bt m)	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F
Dividend payment	4,664	4,342	4,597	4,831	3,573
Cost of equity	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
PV of dividend		4,330	3,993	3,910	2,695
Total PV		14,929			
No. of units (m)		5,788			
Value / unit (Bt)		2.6			

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPU growth		— PE —		— P/NAV —		EV/EBITDA		Div yield	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Getlink SE	GET FP	France	(1.4)	4.8	32.6	31.1	4.0	4.1	16.5	16.3	4.2	4.5
MTR Corp Ltd	66 HK	Hong Kong	13.5	(33.6)	12.2	18.4	1.0	1.0	11.2	13.0	4.0	4.0
Keisei Electric Railway	9009 JP	Japan	(34.4)	6.6	13.1	12.3	1.1	1.0	14.8	14.2	1.7	2.0
Central Japan Railway	9022 JP	Japan	14.8	(2.6)	7.8	8.1	0.8	0.7	7.7	7.8	0.8	0.8
Nagoya Railroad	9048 JP	Japan	na	na	na	na	0.7	0.7	12.1	10.3	2.3	2.7
East Japan Railway	9020 JP	Japan	8.3	15.2	17.1	14.9	1.4	1.3	10.8	10.0	1.9	2.4
Jungfraubahn Holding	JFN SW	Switzerland	4.0	5.1	19.5	18.5	2.0	1.7	11.9	11.0	3.0	3.2
ComfortDelGro	CD SP	Singapore	3.5	6.4	13.1	12.3	1.1	1.1	5.5	5.4	6.1	6.5
BTS Rail Mass Transit *	BTSGIF TB	Thailand	3.9	(6.9)	3.2	3.4	0.8	1.0	3.2	3.4	31.7	29.5
Average			1.5	(0.6)	14.8	14.9	1.4	1.4	10.4	10.2	6.2	6.2

Source: Bloomberg

Note: * ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 2 April 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

FUND DETAILS

ชื่อบริษัท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานระบบขนส่งมวลชนทางราง บีทีเอสโกรท
ชื่อย่อหลักทรัพย์	: BTSGIF TB
วันที่ซื้อขายวันแรก	: 19 เมษายน 2013
ทุนจดทะเบียน	: 62.5 พันลบ. (5,788 หน่วย@พาร์ 10.80 บ./หน่วย)
ประเภท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ประเภทกองทุนเปิด
สินทรัพย์ที่ลงทุน	: ระบบขนส่งมวลชนทางราง/รายได้ค่าโดยสารสุทธิ
ระยะเวลาโครงการ	: ไม่มีกำหนดอายุ
สปอนเซอร์	: BTS Group Holdings (BTS TB)
ผู้จัดการกองทุน	: บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมบัวหลวง จำกัด
นโยบายเงินปันผล	: ไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิที่ปรับปรุง
วันที่จ่ายเงินปันผล	: ไม่น้อยกว่าสองครั้งต่อปี
ข้อจำกัดหุ้นต่างตัว	: ไม่เกิน 49% ของหน่วยลงทุนทั้งหมด

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ธุรกิจรถไฟฟ้ามีการแข่งขันไม่สูง และมีกระแสเงินสดที่มั่นคง & แข็งแรง
- พื้นที่ให้บริการของรถไฟฟ้า BTS อยู่ในใจกลางกรุงเทพฯ ที่มีศักยภาพในการเติบโตของผู้โดยสาร
- กองทุนฯ สามารถมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนได้ถึง 3 เท่า ซึ่งจะทำให้สามารถลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ ได้โดยไม่ต้องเพิ่มทุน

O — Opportunity

- การขยายเส้นทางจะช่วยเพิ่มจำนวนผู้โดยสารให้แก่สายหลักของ BTS
- อาจมีสินทรัพย์เช่ากองทุนเพิ่มเติม โดยเฉพาะรถไฟฟ้าสายใหม่จาก BTS

CONSENSUS COMPARISON

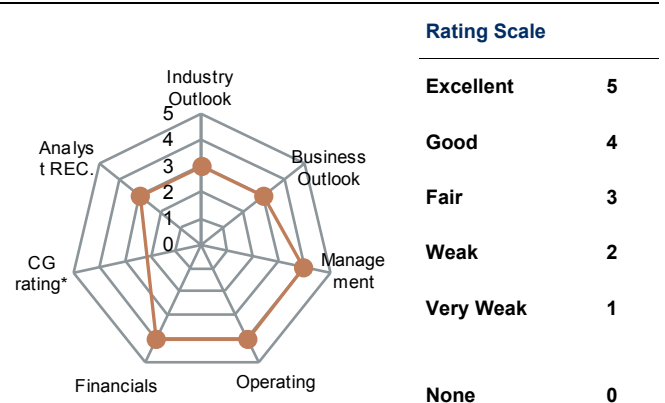
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	2.53	2.60	3%
Norm profit 26F (Bt m)	4,470	4,664	4%
Norm profit 27F (Bt m)	4,710	4,342	-8%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรของเราสำหรับปี FY27F ต่ำกว่าประมาณการของตลาดอยู่ 8% ซึ่งเราให้เหตุผลว่าเกิดจากการที่เราใช้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากกว่าเกี่ยวกับจำนวนผู้โดยสารและการเติบโตของค่าโดยสาร
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดอยู่ 3% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราให้ประมาณการกำไรระยะยาวที่สูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating = no rating

W — Weakness

- utilization rate ของรถไฟฟ้าอยู่ในระดับสูงในช่วงไตรมาสแรก แต่อยู่ในระดับต่ำในช่วงเวลาที่ไม่ใช่ชั่วโมงเร่งด่วน ซึ่งทำให้ BTS ต้องขยายขีดความสามารถในการรองรับ แม้ utilization rate เฉลี่ยอยู่ในระดับต่ำ
- การเติบโตของผู้โดยสารในปัจจุบันเติบโตตามปกติของธุรกิจ (Organic growth) เพราะเส้นทางที่มีอยู่มีขีดความสามารถในการรองรับที่เต็มแล้ว

T — Threat

- รัฐบาลอาจควบคุมการปรับขึ้นของค่าโดยสาร
- ความล่าช้าของโครงการขนส่งมวลชนใหม่ ซึ่งอาจกดดันการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารในอนาคต

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- จำนวนผู้โดยสารและการเติบโตของค่าโดยสารที่ต่ำกว่าหรือสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ จะเป็นความเสี่ยงด้านลบหลักต่อคำแนะนำของเรา
- รายจ่ายลงทุน และต้นทุนการดำเนินงานที่ต่ำกว่าหรือสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- ภัยธรรมชาติและการเปลี่ยนไปสู่การทำงานจากที่บ้าน อาจกดดันการเติบโตของผู้โดยสารรถไฟฟ้า BTS เพิ่มเติม ซึ่งเป็นความเสี่ยงด้านลบเพิ่มเติม
- ในทางกลับกัน ราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง และนโยบายภาครัฐที่ส่งเสริมการใช้ขนส่งสาธารณะมากขึ้น อาจช่วยสนับสนุนการเติบโตของจำนวนผู้โดยสาร BTS ซึ่งถือเป็นปัจจัยบวก (Upside risk)

Source: ttb wealth

INCOME STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Revenue	4,689	4,515	4,693	4,377	4,635
Selling & administration expenses	55	42	47	44	46
Operating profit	4,634	4,473	4,646	4,333	4,589
% operating margin	98.8%	99.1%	99.0%	99.0%	99.0%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	4,634	4,473	4,646	4,333	4,589
% EBITDA margin	98.8%	99.1%	99.0%	99.0%	99.0%
Non-operating income	26	29	30	20	20
Non-operating expenses	(12)	(11)	(12)	(11)	(12)
Interest expense	0	0	(0)	(0)	(0)
Pre-tax profit	4,648	4,491	4,664	4,342	4,597
Income tax	0	0	0	0	0
After-tax profit	4,648	4,491	4,664	4,342	4,597
% net margin	99.1%	99.5%	99.4%	99.2%	99.2%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(9,760)	(5,680)	(5,269)	(4,888)	(4,535)
NET INVESTMENT INCOME	(5,112)	(1,189)	(604)	(545)	62
Normalized Net Invest. Income	4,648	4,491	4,664	4,342	4,597
EPS (Bt)	(0.9)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	0.0
Normalized EPS (Bt)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

We expect BTSGIF's non-cash amortizing expenses to cause net losses in FY26-28F...

...but cash flow from operations is still positive

BALANCE SHEET

FY ending Mar (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	312	267	40	40	40
Cash & cash equivalent	43	81	40	40	40
Account receivables	270	186	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
Investments & loans	30,081	24,574	19,306	14,418	9,884
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	6	6	5	5	5
Total assets	30,399	24,847	19,351	14,463	9,929
LIABILITIES:					
Current liabilities:	15	11	12	11	11
Account payables	0	0	0	0	0
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	15	11	12	11	11
Total LT debt	0	0	1	1	1
Others LT liabilities	0	0	0	0	0
Total liabilities	15	11	13	12	12
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	48,156	43,798	42,836	37,156	31,887
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	(17,773)	(18,962)	(23,497)	(22,704)	(21,971)
Net Assets	30,384	24,836	19,338	14,452	9,916

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	4,648	4,491	4,664	4,342	4,597
Tax paid	(1)	0	0	0	0
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(233)	84	186	0	0
Chg In other CA & CL / minorities	4	(4)	0	(1)	1
Cash flow from operations	4,418	4,571	4,851	4,341	4,597
Capex	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	9,771	5,506	5,269	4,888	4,535
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(9,760)	(5,680)	(5,268)	(4,888)	(4,535)
Cash flow from investments	11	(174)	1	0	0
Debt financing	0	0	1	(1)	0
Capital increase	(4,439)	(4,358)	(962)	(5,680)	(5,269)
Dividends paid	0	0	(3,931)	1,339	671
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(4,439)	(4,358)	(4,893)	(4,341)	(4,597)
Free cash flow	4,429	4,397	4,851	4,341	4,597

Capex is booked in operating expenses, so it is factored into CFO

VALUATION

FY ending Mar	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	3.16	3.27	3.15	3.39	3.20
Normalized PE - at target price (x)	3.24	3.35	3.23	3.47	3.27
PE (x)	na	na	na	na	236.69
PE - at target price (x)	na	na	na	na	242.28
EV/EBITDA (x)	3.16	3.27	3.16	3.38	3.20
EV/EBITDA - at target price (x)	3.24	3.35	3.23	3.46	3.27
P/NAV (x)	0.48	0.59	0.76	1.02	1.48
P/NAV - at target price (x)	0.50	0.61	0.78	1.04	1.52
P/CFO (x)	3.33	3.22	3.03	3.39	3.20
Price/sales (x)	3.13	3.26	3.13	3.36	3.17
Effective dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Capital reduction yield (%)	30.12	29.79	31.73	29.53	31.27
Cash dividend yield (%)	30.12	29.79	31.73	29.53	31.27
FCF Yield (%)	30.13	29.91	33.00	29.53	31.27
(Bt)					
Normalized EPS	0.80	0.78	0.81	0.75	0.79
EPS	(0.88)	(0.21)	(0.10)	(0.09)	0.01
Effective dividend *	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Capital reduction dividend	0.77	0.76	0.81	0.75	0.79
Cash dividend **	0.77	0.76	0.81	0.75	0.79
NAV/unit	5.25	4.29	3.34	2.50	1.71
CFO/unit	0.76	0.79	0.84	0.75	0.79
FCF/unit	0.77	0.76	0.84	0.75	0.79

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Given its retained loss, BTSGIF's payout to unitholders would be in the form of a capital

FINANCIAL RATIOS

FY ending Mar	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	35.72	(3.73)	3.95	(6.73)	5.90
Net profit (%)	na	na	na	na	na
EPS (%)	na	na	na	na	na
Normalized profit (%)	36.72	(3.39)	3.86	(6.91)	5.87
Normalized EPS (%)	36.72	(3.39)	3.86	(6.91)	5.87
Dividend payout ratio (%)***	(86.62)	(368.32)	(650.70)	245.50	(1,080.00)
Operating performance					
Gross margin (%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Operating margin (%)	98.82	99.08	99.00	99.00	99.00
EBITDA margin (%)	98.82	99.08	99.00	99.00	99.00
Net margin (%)	99.12	99.48	99.39	99.20	99.18
D/E (incl. minor) (x)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	13.22	16.26	21.11	25.68	37.69
ROE - using norm profit (%)	13.22	16.27	21.12	25.70	37.73
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.22	16.27	21.12	25.70	37.73
- asset turnover (x)	0.13	0.16	0.21	0.26	0.38
- operating margin (%)	99.12	99.48	99.39	99.21	99.18
- leverage (x)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
- interest burden (%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
- tax burden (%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Cost of equity (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROIC (%)	0.00	14.74	18.77	22.45	31.84
NOPAT (Bt m)	4,634	4,473	4,646	4,333	4,589

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Note: * Dividend from operations

** Dividend from operations and capital reduction

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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 ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ("บล.ทีทีบี เบลู") โดยใช้ข้อมูลจาก แนนโวมูร์กิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") 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.

ttb wealth 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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

ttb wealth research team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจการณ, CFA
pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

วิสิษฐา สุวรรณอำไพ
rawisara.suw@ttbwealth.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
sittichet.run@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA
adisak.phu@ttbwealth.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค
pattadol.bun@ttbwealth.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@ttbwealth.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA
chod.rea@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุญเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

ยานยนต์, นิตมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ
rata.lim@ttbwealth.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย
siriporn.aru@ttbwealth.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชนันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@ttbwealth.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th