

# Fundamental Story

## BTS Rail Mass Transit (BTSGIF TB) - HOLD, Price Bt2.62, TP Bt2.60

Results Comment

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

### 4QFY26 อ่อนแอ เป็นไปตามคาด

- BTSGIF รายงานกำไรปกติ 1.1 พันลบ. ใน 4QFY26 (มกราคม-มีนาคม 2026) ลดลง 8% y-y และ 8% q-q ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดการณ์ไว้ การลดลง y-y ส่วนใหญ่เกิดจากค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงที่สูงขึ้น ในขณะที่การลดลง q-q สะท้อนถึงจำนวนผู้โดยสารที่ลดลงและค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงที่สูงขึ้น เมื่อรวมกับการลดลง 2.9 พันลบ. ในมูลค่ายุติธรรมที่ไม่ใช่เงินสดของการลงทุนใน "ข้อตกลงการซื้อและโอนรายได้สุทธิ" (NRTA) ทำให้ BTSGIF รายงานผลขาดทุนสุทธิ 1.8 พันลบ. ใน 4QFY26
- เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง 7% y-y ในปี FY27F โดยมีสาเหตุหลักมาจากค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงที่สูงขึ้นตามแผนการปรับปรุงขบวนรถ
- แม้กองทุนจะมีลักษณะเป็นตราสารคล้ายหุ้นก็แบบทยอยตัดจำหน่าย (amortizing bond) ซึ่งมูลค่าจะทยอยลดลงตามอายุสัมปทานของรถไฟฟ้าสายสีเขียวหลัก และจะเหลือศูนย์เมื่อสิ้นสุดสัมปทานในเดือนธันวาคม 2029 แต่เรายังคงแนะนำ "ถือ" เราคาดว่าผลตอบแทนรวมแก่ผู้ถือหน่วยลงทุนที่ 3.0 บาทต่อหน่วย ในปี FY27-30F สำหรับนักลงทุนที่ซื้อ BTSGIF และถือจนครบกำหนดซึ่งหมายถึงผลตอบแทนประมาณ 3.5% ต่อปี
- รายได้จากการลงทุนใน NRTA ลดลง 8% y-y ใน 4QFY26
  - รายได้จากค่าโดยสารของสายสีเขียวหลักเพิ่มขึ้น 1% y-y เนื่องจากการลดลงของผู้โดยสาร 3% y-y ถูกชดเชยด้วยการเพิ่มขึ้นของค่าโดยสารเฉลี่ย 4% y-y
  - ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและซ่อมบำรุงเพิ่มขึ้น 23% y-y โดยส่วนใหญ่เกิดจาก 1) ค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงที่เพิ่มขึ้น 60% y-y จากค่าใช้จ่ายในการปรับปรุงขบวนรถที่สูงขึ้น และ 2) ค่าใช้จ่ายด้านทุนที่เพิ่มขึ้น 58% y-y เนื่องจากการอัปเดตระบบ AFC
- เนื่องจากกองทุนมีผลขาดทุนสะสม การจ่ายเงินปันผลสำหรับ 4QFY26 จำนวน 0.2 บาท/หน่วย จะจ่ายในรูปแบบของการคืนเงินทุน
- ระยะเวลาสัมปทานที่สั้นลงส่งผลให้มูลค่า NAV ลดลงเหลือ 18.3 พันลบ. ณ วันที่ 31 มีนาคม 2026 หรือคิดเป็น 3.1655 บาทต่อหน่วย

Income Statement						Income Statement					
Yr-end Mar (Bt m)	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26	4QFY26	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2026F	FY26A	FY27F
NET SALES	1,245	1,081	1,213	1,247	1,146	Revenue	(8)	(8)	100	4,686	4,377
GROSS PROFIT	1,245	1,081	1,213	1,247	1,146	Gross profit	(8)	(8)	100	4,686	4,377
SG&A	10	11	9	8	12	SG&A	54	24	86	40	44
Operating profit	1,235	1,069	1,203	1,239	1,134	Operating profit	(8)	(8)	100	4,646	4,333
EBITDA	1,235	1,069	1,203	1,239	1,134	EBITDA	(8)	(8)	100	4,646	4,333
Other income	6	8	5	5	5	Other income	(3)	(27)	71	21	20
Other expense	(4)	(1)	(4)	(2)	(2)	Other expense	na	na	81	(10)	(11)
Interest expense						Interest expense					
Profit before tax	1,237	1,076	1,205	1,241	1,136	Profit before tax	(8)	(8)	100	4,658	4,342
Income tax						Income tax					
Equity & invest. income						Equity & invest. income					
Minority interests						Minority interests					
Extraordinary items	(3,600)	(600)	(1,590)	(1,300)	(2,930)	Extraordinary items	na	na	122	(6,420)	(4,888)
Net Investment Income	(2,363)	476	(385)	(59)	(1,793)	Net profit	na	na	292	(1,762)	(545)
Norm Net Invest. Income	1,237	1,076	1,205	1,241	1,136	Normalized profit	(8)	(8)	100	4,658	4,342
EPS (Bt)	(0.41)	0.08	(0.07)	(0.01)	(0.31)	EPS (Bt)	na	na	292	(0.30)	(0.09)
Normalized EPS (Bt)	0.21	0.19	0.21	0.21	0.20	Normalized EPS (Bt)	(8)	(8)	100	0.80	0.75

  

Balance Sheet						Financial Ratios					
Yr-end Mar (Bt m)	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26	4QFY26	(%)	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26	4QFY26
Cash & equivalent	81	121	180	108	111	Sales grow th	5.1	11.8	13.5	0.9	(7.9)
S-T investments						EBITDA grow th	5.7	12.1	13.7	1.1	(8.2)
A/C receivable	186	342	151	201	0	Net income grow th	na	15.9	na	na	na
Other						Norm income grow th	5.6	12.0	13.5	0.7	(8.2)
Investment & Loans	24,574	23,623	22,377	20,973	18,357	Norm EPS grow th	5.6	12.0	13.5	0.7	(8.2)
Fixed assets						Gross margin	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Other assets						Operating margin	99.2	99.0	99.2	99.4	98.9
Total assets	24,847	24,091	22,709	21,282	18,474	EBITDA margin	99.2	99.0	99.2	99.4	98.9
S-T debt						Norm net margin	99.4	99.6	99.3	99.6	99.1
A/C payable					48	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	18.6	17.6	20.6	22.6	22.9
Net Assets	24,836	24,079	22,536	21,273	18,322	ROE	18.6	17.6	20.7	22.7	23.0
Net debt	(81)	(121)	(180)	(108)	(111)						
Avg outstanding units (shrs)	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788						

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (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) (ttbwealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน ttbwealth ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"