บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิงส์ – BTS

29 พฤษภาคม 2558

คำแนะนำ

ซื้อ

ราคาปิด

9.35 บาท

ราคาเป้าหมาย

11.85 บาท

หมวดอุตสาหกรรม

ขนส่งและโลจิสติกส์

CG SCORE

นักวิเคราะห์
ดุลเดช บิค, CFA, FRM, CAIA
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 029932
duladeth@trinitythai.com

รถไฟฟ้าเส้นใหม่อาจเป็นระบบ Net Cost...VGI ลุยธุรกิจ LED ในสนามบิน

4Q58 มีกำไรสุทธิ 679 ล้านบาท จากแรงหนุนธุรกิจรถไฟฟ้า

ผลการดำเนินงาน 4Q58 มีกำไรสุทธิ 679 ล้านบาท -30.8%QoQ + 67.8%YoY โดยได้แรงหนุนจากธุรกิจรถไฟฟ้า ซึ่ง BTS สามารถลดต้นทุนการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้ EBITDA และกำไรสุทธิปรับตัวเพิ่มขึ้น สำหรับจำนวนผู้โดยสารและอัตราค่าโดยสารทรงตัว QoQ ที่ระดับ 56.4 ล้านเที่ยว และ 26.9 บาทต่อเที่ยว

แนวโน้มประมูลรถไฟฟ้าเส้นใหม่อาจเปลี่ยนเป็นระบบ Net Cost

เดิมเราประเมินมูลค่าโครงการรถไฟฟ้าเส้นใหม่โดยวิธี PPP Gross cost สำหรับรถไฟฟ้า 6 สาย รวมระยะทาง 118.5 กม. ที่คาดว่า BTS จะเป็นผู้ชนะประมูลในอนาคต โดยประเมินมูลค่าส่วนเพิ่มไว้ที่ 5.03 บาท อิงสมมติฐานรายได้ O&M 120 ล้านบาทต่อกม.ต่อปี, EBTIDA margin 50% และอัตราเงินเฟ้อ 3% ต่อปี ส่งผลให้เราต้องปรับวิธีการประเมินมูลค่าใหม่ โดยเราจะประเมินมูลค่าส่วนอีกครั้งเมื่อได้รับข้อมูลเพิ่มเติม และ/หรือ มีความชัดเจนจากภาครัฐมากขึ้น

ทั้งนี้ ความแตกต่างระหว่างระบบ PPP Net Cost กับ PPP Gross Cost คือระบบ Net cost BTS เป็นผู้เดินรถและซ่อมบำรุง (O&M operation) ขณะที่มีความเสี่ยงด้านฐานรายได้ที่ไม่แน่นอน เนื่องจากต้องแบกรับความเสี่ยงค่าโดยสารและจ่ายผลตอบแทนให้ภาครัฐ ขณะที่ระบบ PPP Gross Cost BTS จะได้รับค่าจ้างเดินรถจากภาครัฐในอัตราที่แน่นอน ขณะที่ภาครัฐจะเป็นผู้รับความเสี่ยงค่าโดยสาร

VGI เตรียมงบ 180 ล้านบาท ลงทุน 30% ในบริษัท LED Advance

ซึ่งเป็นดำเนินการหลักในผลิตภัณฑ์จอ LED ที่สนามบิน ราว 13 แห่งทั่วประเทศ โดยปัจจุบันมีจำนวนจอที่ติดตั้งแล้วจำนวน 32 แห่ง โดยการเข้ามาของ VGI จะเป็นการขยายผลิตภัณฑ์สื่อโฆษณาในสนามบินในอนาคต ซึ่งเรามีมุมมองเป็นกลางการประเด็นดังกล่าว เนื่องจากภาพรวมเศรษฐกิจในประเทศยังอ่อนแอ หลังหนี้ครัวเรือนยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ภาคประชาชนรัดเข็มขัดมากขึ้น อาจส่งผลลบต่อแนวโน้มฐานรายได้ในปีนี้

แนวโน้มปี 58/59: คาดรถไฟฟ้ายังสดใส อสังหาริมทรัพย์-สื่อโฆษณาอ่อนแอ

เรามองว่าธุรกิจเดินรถไฟฟ้ายังสดใส โดยผู้บริหารตั้งเป้าจำนวนผู้โดยสารเติบโต 4-6% YoY ขณะที่อัตราค่าโดยสารคาดว่าจะเพิ่มขึ้น ราว 2% YoY ซึ่งเป็นการเติบโตตามการขยายตัวของคอนโดมิเนียมตามแนวรถไฟฟ้า ขณะที่เรายังกังวลต่อทิศทางธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และสื่อโฆษณาในระยะ 6-12 เดือนข้างหน้า ซึ่งยังคงต้องตามแผนกระตุ้นเศรษฐกิจจากภาครัฐ

ซื้อรับปันผล ที่ราคาเป้าหมาย 11.85 บาท

คงประมาณการกำไรสุทธิปี 59-60 ไว้ที่ 2.8 พันล้านบาท และ 2.7 พันล้านบาทตามลำดับ แม้เรามองว่าทิศทางผลการดำเนินงานมีโอกาสปรับตัวลดลงจากแรงกดดันจากธุรกิจสื่อโฆษณาและอสังหาริมทรัพย์ แต่จะได้แรงชดเชยจากธุรกิจเดินรถไฟฟ้าจากเส้นปัจจุบันที่คาดว่าจำนวนผู้โดยสารจะเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ เรามองว่า BTS ยังมี synergy benefit จากการร่วมทุนกับ SIRI และธุรกิจบัตรแรบบิท อีกทั้งยังเป็นหุ้นที่ให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลค่อนข้างสูง คงคำแนะนำ “ซื้อ” ทั้งนี้ บริษัทประกาศเงินปันผลงวด 2H58 ที่ 0.30 บาทต่อหุ้น (XD 31 ก.ค.)

ข้อมูลทางการเงิน

Year End:	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
Sales(Bt mn)	5,585	8,115	6,137	7,755	6,632
EBITDA(Bt mn)	1,840	2,698	2,411	2,727	2,494
Net Profit (Bt mn)	2,523	12,645	2,944	2,815	2,693
EPS (Bt)	0.23	1.07	0.25	0.24	0.23
EV/EBITDA (x)	63.96	41.58	50.11	44.70	48.86
PER(x)	41.38	7.86	37.40	39.31	41.09
DPS(Bt)	0.05	0.60	0.60	0.67	0.20
Div Yield (%)	0.48%	7.14%	6.45%	7.21%	2.14%
ROE (%)	5.18%	21.84%	5.80%	5.26%	4.79%

Source: BTS, Trinity Research

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรีนีตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

BTS Quarterly Result

BTS GROUP HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED
Financial Statement (Consolidated)

(Unit : Bt mn)	4Q14 Jan-Mar	1Q15 Apr-Jun	2Q15 Jul-Sep	3Q15 Oct-Dec	4Q15* Jan-Mar	%QoQ	%YoY	2015* Apr-Mar	2016F Apr-Mar	%YoY
Revenues										
Sales	1,636	1,686	1,756	1,684	1,011	**-40%**	**-38%**	6,137	7,755	**26%**
COGS	(705)	(737)	(705)	(705)	(440)			(2,588)	(3,739)	
Gross Profit	**932**	**949**	**1,050**	**979**	**571**	**-42%**	**-39%**	**3,549**	**4,017**	**13%**
SG&A	(500)	(383)	(446)	(426)	117			(1,139)	(1,290)	
EBITDA	**431**	**566**	**604**	**553**	**688**	**24%**	**59%**	**2,411**	**2,727**	**13%**
Depreciation & Amortization	(151)	(112)	(123)	(107)	(118)			(460)	(419)	
EBIT	**281**	**454**	**480**	**446**	**570**	**28%**	**103%**	**1,951**	**2,308**	**18%**
Financial cost	(131)	(134)	(112)	(78)	(80)			(403)	(495)	
Equity Sharing	159	172	223	200	256			852	937	
Other income (expenses)	315	486	351	797	92			1,726	1,000	
Pretax profit	**625**	**978**	**943**	**1,366**	**839**	**-39%**	**34%**	**4,125**	**3,750**	**-9%**
Tax	(111)	(212)	(191)	(264)	(65)			(733)	(750)	
Normal Net Profit	**513**	**766**	**752**	**1,101**	**773**	**-30%**	**51%**	**3,392**	**3,000**	**-12%**
Extraordinary items	0	(3)	0	0	(48)			(52)	(52)	
Net Profit before minority interest	**513**	**762**	**752**	**1,101**	**725**	**-34%**	**41%**	**3,340**	**2,948**	**-12%**
Minority Interest	(101)	(112)	(118)	(120)	(46)			(396)	(133)	
Net Profit	**413**	**650**	**633**	**981**	**679**	**-31%**	**65%**	**2,944**	**2,815**	**-4%**
EPS (Bt)	**0.03**	**0.05**	**0.05**	**0.08**	**0.06**			**0.25**	**0.24**	
Clean EPS (Bt)	**0.04**	**0.06**	**0.06**	**0.09**	**0.07**			**0.29**	**0.25**	
Gross margin with depreciation (%)	47.7%	49.6%	52.8%	51.8%	44.8%			50.3%	46.4%	
EBITDA margin (%)	26.4%	33.6%	34.4%	32.8%	68.0%			39.3%	35.2%	
EBIT margin (%)	17.2%	26.9%	27.4%	26.5%	56.4%			31.8%	29.8%	
Pretax profit margin	38.2%	58.0%	53.7%	81.1%	82.9%			67.2%	48.3%	
Net profit margin before extra items (%)	31.4%	45.4%	42.8%	65.4%	76.5%			55.3%	38.7%	
Net profit margin (%)	25.2%	38.6%	36.1%	58.3%	67.2%			48.0%	36.3%	

*Note: BTS ได้เปลี่ยนแปลงนโยบายทางบัญชีและการจัดประเภทรายการใหม่ สำหรับงวด 4Q58 และปี 58 โดยรายละเอียดอยู่ในหมายเหตุประกอบงบการเงินรวมข้อ 3 และ 4

Source: Company Data, Trinity Research

Table 2: BTS SOTP Valuation

Valuation			
Business Unit	**Method**	**Target Price (Bt)**	**% of Total Target Price**
Mass Transport	**DCF**	**1.69**	**14%**
BTSGIF Dividend	**DDM**	**2.56**	**22%**
Media	**DCF**	**1.82**	**15%**
Property	**PER**	**0.34**	**3%**
6 Extension lines	**DCF**	**5.03**	**42%**
Net cash		**0.41**	**3%**
BTS	**SOTP**	**11.85**	**100%**

(Source: Trinity Research)

Table 3: 6 Expected Extension Lines Valuation Breakdown

6 Expected Extension Lines Incremental Valuation				
Business Unit	**Expected COD**	**Method**	**Target Price (Bt)**	**% of Total Target Price (Bt 11.20)**
1. Dark Green 12.8 km.	**2017**	**DCF**	**0.56**	**4.73%**
2. Dark Green 14.4 km.	**2019**	**DCF**	**0.63**	**5.32%**
3. Light Green 7 km	**2019**	**DCF**	**0.31**	**2.59%**
4. LRT Line 18.6 km.	**2018**	**DCF**	**0.81**	**6.87%**
5. Grey Line 26 km	**2019**	**DCF**	**1.14**	**9.61%**
6. Pink Line 36 km.	**2021**	**DCF**	**1.58**	**13.30%**
Total 118.5 km.		**DCF**	**5.03**	**42.41%**

(Source: Trinity Research)

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรีนีตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2014

BAFS	BCP	BTS	CPN	EGCO	GRAMMY	HANA
INTUCH	IRPC	IVL	KBANK	KKP	KTB	MINT
PSL	PTT	PTTEP	PTTGC	SAMART	SAMTEL	SAT
SC	SCB	SE-ED	SIM	SPALI	TISCO	TMB
TOP						

ช่วงคะแนน Score Range	สัญลักษณ์ Number of Logo	ความหมาย Description	
90 - 100	5	ดีเลิศ	Excellent
80 - 89	4	ดีมาก	Very Good
70 - 79	3	ดี	Good
60 - 69	2	ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59	1	ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

AAV	ACAP	ADVANC	ANAN	AOT	ASIMAR	ASK					
ASP	BANPU	BAY	BBL	BECL	BIGC	BKI					
BLA	BMCL	BROOK	CENTEL	CFRESH	CIMBT	CK	CNT	CPF	CSL	DELTA	DRT
DTAC	DTC	EASTW	EE	ERW	GBX	GC	GFPT	GUNKUL	HEMRAJ	HMPRO	ICC
KCE	KSL	LANNA	LH	LHBANK	LPN	MACO	MC	MCOT	NBC	NCH	NINE
NKI	NMG	NSI	OCC	OFM	PAP	PE	PG	PHOL	PJW	PM	PPS
PR	PRANDA	PS	PT	QH	RATCH	ROBINS	RS	S&J	SAMCO	SCC	SINGER
SIS	SITHAI	SNC	SNP	SPI	SSF	SSI	SSSC	STA	SVI	TCAP	TF
THAI	THANI	THCOM	TIP	TIPCO	TK	TKT	TNITY	TNL	TOG	TRC	TRUE
TSTE	TSTH	TTA	TTW	TVO	UAC	VGI	VNT	WACOAL			

2S	AF	AH	AHC	AIT	AJ	AKP	AKR	AMANAH	AMARIN	AMATA	AP
APCO	APCS	AQUA	ARIP	AS	ASIA	AYUD	BEAUTY	BEC	BFIT	BH	BJC
BJCHI	BOL	BTNC	BWG	CCET	CGD	CGS	CHOW	CI	CKP	CM	CMR
CSC	CSP	CSS	DCC	DEMCO	DNA	EA	ESSO	FE	FORTH	FPI	GENCO
GL	GLOBAL	GLOW	GOLD	HOTPOT	HTC	HTECH	HYDRO	IFS	IHL	INET	IRC
IRCP	ITD	KBS	KGI	KKC	KTC	L&E	LRH	LST	MAJOR	MAKRO	MATCH
MBK	MBKET	MEGA	MFC	MFEC	MJD	MODERN	MONO	MOONG	MPG	MTI	NC
NTV	NUSA	NWR	NYT	OGC	OISHI	PACE	PATO	PB	PDI	PICO	PPM
PPP	PREB	PRG	PRIN	PTG	QLT	QTC	RCL	SABINA	SALEE	SCBLIF	SCCC
SCG	SEAFCO	SEAOIL	SFP	SIAM	SIRI	SKR	SMG	SMK	SMPC	SMT	SOLAR
SPC	SPCG	SPPT	SST	STANLY	STEC	STPI	SUC	SWC	SYMC	SYNEX	SYNTEC
TASCO	TBSP	TEAM	TFD	TFI	THANA	THIP	THREL	TIC	TICON	TIW	TKS
TLUXE	TMI	TMT	TNDT	TPC	TPCORP	TRT	TRU	TSC	TTCL	TUF	TVD
TWFP	UMI	UP	UPF	UPOIC	UT	UV	UWC	VIH	WAVE	WHA	WIN
WINNER	YUASA	ZMICO									

Disclaimer

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่งผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ทรีนีตี้ จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรีนีตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน