

บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ – BTS



ถือ

ราคาเป้าหมาย	12 บาท
Upside/Downside	-4%
Median Consensus	12.50 บาท

1M price direction:



Stock information

ราคาปิด	12.50 บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	13/8.75 บาท
มูลค่าตลาด	156,958 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 4)	12,556 ล้านหุ้น
Free Float	58.01%
Foreign Limit/Available	49%/30.00%
NVDR in hand (% of share)	9.45%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน(*000)	32,427.80
Anti-corruption:	ได้รับการรับรอง
CG Score:	

XD - Date

Period	Date	DPS(Bt)
01/04/18-31/03/19	30/07/19	0.25
01/04/18-30/09/18	18/01/19	0.17
01/04/17-31/03/18	01/08/18	0.185



นฤดม นูจลักรังกุล
เลขทะเบียนวิเคราะห์ : 050890
E-mail: Naruodom@trinitythai.com

กำไรเติบโตได้ดี

- BTS รายงานกำไรใน 1QFY20 ออกมาเติบโตได้ดีเป็น 894 ล้านบาท (+131% YoY)
- หากไม่รวมต้นทุนจากการบันทึกค่าใช้จ่ายพนักงานตาม พรบ. แรงงานฉบับใหม่ บริษัทจะมีกำไรปกติที่ 994 ล้านบาท
- คงคำแนะนำ "ถือ" บนราคาเป้าหมายใหม่ที่ 12 บาท

กำไรในช่วง 1QFY20 ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด

BTS มีรายได้ 1QFY20 (เม.ย.-ก.ค.) 8,455 ล้านบาท (+221% YoY) และมีกำไรปกติอยู่ที่ 994 ล้านบาท (+157% YoY) โดยมีประเด็นสำคัญดังนี้

- 1) ยังคงมีการรับรู้รายได้งานก่อสร้างรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสีเหลือง รวมไปถึงรายได้จากการติดตั้งระบบและจัดหารถไฟฟ้าสำหรับรถไฟฟ้าสายสีเขียวส่วนต่อขยายส่วนเหนือและใต้ราว 5,705 ล้านบาท
- 2) รายได้จากบริการเดินรถและซ่อมบำรุง รวมไปถึงรายได้จากค่าโดยสารผ่าน BTSGIF ยังคงเติบโต 83.5% YoY และ 3.7% YoY ตามลำดับ โดยมีสาเหตุหลักมาจากการเปิดให้บริการโครงการส่วนต่อขยายสีเขียวใต้เต็มสายเมื่อวันที่ 6 ธ.ค. ที่ผ่านมา
- 3) รายได้จากธุรกิจโฆษณาเติบโตสูงขึ้น 21.9% YoY ผ่านบริษัท VGI โดยส่วนใหญ่เป็นผลมาจากการควมรวมงบการเงินของกลุ่ม Trans.Ad
- 4) รายได้ดอกเบี้ยรับสูงขึ้น 50% YoY จากการรับรู้ดอกเบี้ยจากลูกหนี้รถไฟฟ้าสายสีชมพูสีเหลือง
- 5) ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจร่วมค้าและบริษัทร่วม เพิ่มสูงขึ้นเป็น 374 ล้านบาท สูงที่สุดเป็นประวัติการณ์เนื่องจากการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก U City จำนวน 193 ล้านบาท เทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนที่ขาดทุน 8 ล้านบาท โดยมีผลมาจากการโอนห้องคอนโดมิเนียมภายใต้โครงการ Sansiri JV
- 6) มีการบันทึกค่าใช้จ่ายพนักงานตาม พรบ. แรงงานฉบับใหม่ที่ 125 ล้านบาท

คงคำแนะนำ "ถือ" บนราคาเป้าหมายใหม่ที่ 12 บาท

เราไม่ได้ให้น้ำหนักในประเด็นข้อโต้แย้งจากคณะกรรมการกิจการ (กมธ.) เกี่ยวกับการต่อสัญญา BTS กับ กทม. แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากเรามองว่า BTS ไม่ได้เดือดร้อนอะไรหากไม่ได้รับการต่อสัญญาเพราะสัญญาปัจจุบันก็ครอบคลุมไปจนถึงปี 2042 (23 ปี) อีกทั้งเรายังไม่ได้นำประเด็นดังกล่าวเข้ามาอยู่ในประมาณการอยู่แล้ว แต่อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าในประเด็นดังกล่าวมีความเป็นไปได้ที่ กทม. และ BTS จะเจรจาหาข้อตกลงกันได้ ถึงแม้ว่า กมธ. จะไม่เห็นด้วยก็ตาม เนื่องจากเป็นประเด็นที่ต่อเนื่องมาจากรัฐบาลชุดก่อนที่ใช้อยู่ มาตรา 44 บังคับให้ให้ทำข้อสรุปให้ได้ภายในเดือน ก.ย. นี้ แต่ด้วยมูลค่าหุ้นที่ยังอยู่ในระดับสูง อีกทั้งเรายังไม่ได้ความชัดเจนด้านการต่อสัญญาสัมปทาน เราจึงยังคงคำแนะนำ "ถือ" บนราคาเป้าหมาย 12 บาท โดยเรายังให้น้ำหนักประเด็นการต่อสัญญาเป็น Hidden upside ที่จะช่วยหนุนการเติบโตของ BTS ในระยะยาวได้

ความเสี่ยง ความล่าช้าของการประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายใหม่ เม็ดเงินโฆษณาที่มีการชะลอตัว การเจรจาเส้นทางรถไฟฟ้าสายสีเขียวไม่ได้เป็นประโยชน์กับ BTS

Financial Highlight

Year End:	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020F	FY2021F
Sales (Btmn)	6,809	12,207	45,895	39,944	37,134
EBITDA (Btmn)	1,751	2,353	3,330	4,473	5,386
Core Net Profit (Btmn)	1,432	3,704	2,609	2,867	3,275
EPS (Bt)	0.17	0.37	0.24	0.49	0.28
EV/EBITDA (x)	97.11	78.45	64.65	49.42	42.64
PER (x)	73.62	33.40	51.34	25.14	45.03
P/BV (x)	3.51	3.65	3.79	3.56	3.41
DPS (Bt)	0.34	0.35	0.42	0.35	0.22
Div Yield (%)	2.74%	2.82%	3.39%	2.78%	1.78%
ROE (%)	4.43%	9.52%	5.51%	10.88%	6.00%

Source: Company Data, Trinity Research

Figure 1: 1QFY20's results

(Unit : Bt mn)	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20	%QoQ	%YoY
Revenues							
Sales	2,634	15,321	18,472	9,469	8,454	-11%	221%
COGS	(1,591)	(13,960)	(16,670)	(7,957)	(6,980)		
Gross Profit	1,043	1,361	1,801	1,512	1,475	-2%	41%
SG&A	(815)	(874)	(781)	(710)	(844)		
EBITDA	421	680	1,214	1,015	885	-13%	110%
Depreciation & Amortization	(193)	(193)	(194)	(214)	(253)		
EBIT	228	486	1,021	802	631	-21%	177%
Interest expense	(315)	(398)	(454)	(486)	(562)		
Share of gain (loss) of associates	111	109	241	34	374		
Other income (expenses)	582	892	877	700	814		
Pretax profit	606	1,090	1,685	1,050	1,258	20%	107%
Tax	(111)	(254)	(247)	(253)	(207)		
Net Profit after Tax	495	835	1,438	797	1,051	32%	112%
Minority Interest	108	165	249	170	157		
Reported Net Profit	387	670	1,189	627	894	43%	131%
Extra. Items	0	0	0	0	(100)		
Core Profit	387	670	1,189	627	994	58%	157%
EPS	0.03	0.06	0.10	0.05	0.08		
Profitability Ratios (%)							
Gross margin	39.6%	8.9%	9.8%	16.0%	17.4%		
EBITDA margin	16.0%	4.4%	6.6%	10.7%	10.5%		
EBIT margin	8.7%	3.2%	5.5%	8.5%	7.5%		
Pretax profit margin	23.0%	7.1%	9.1%	11.1%	14.9%		
Profit margin before extra Item	14.7%	4.4%	6.4%	6.6%	10.6%		
Net profit margin	14.7%	4.4%	6.4%	6.6%	11.8%		

Source: Company Data, Trinity Research

BTS GROUP HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED
Income statement

Year End Mar (Btm)	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020F	FY2021F
Sales	6,809	12,207	45,895	39,944	37,134
Cost of goods sold	(3,818)	(8,349)	(40,178)	(32,904)	(28,928)
Gross Profit	2,991	3,858	5,717	7,040	8,206
SG&A	(1,817)	(2,263)	(3,180)	(3,579)	(3,845)
EBITDA	1,751	2,353	3,330	4,473	5,386
Depreciation & Amortization	(577)	(758)	(793)	(1,012)	(1,025)
EBIT	1,174	1,595	2,537	3,461	4,361
Equity Shares	632	180	494	1,215	1,054
Financial Costs	(644)	(1,236)	(1,652)	(2,531)	(2,489)
Other Income	1,956	2,900	3,052	6,369	2,656
Pretax Profit	2,311	4,854	4,167	5,515	5,581
Tax	(646)	(776)	(866)	(1,703)	(1,116)
Net Profit before minority	1,665	4,078	3,301	3,812	4,465
Less Minority Interest	(232)	(374)	(692)	(944)	(1,190)
Net Profit before Extra.	1,432	3,704	2,609	2,867	3,275
Extraordinary items	571	735	263	3,000	0
Reported Net Profit	2,003	4,416	2,873	5,867	3,275
EPS (Bt)	0.17	0.37	0.24	0.49	0.28

Statements of Financial Position

Year End Mar (Btm)	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020F	FY2021F
Cash in hand & at banks	15,095	9,458	4,021	10,716	2,008
Short-term investment	6,362	7,896	8,650	4,325	3,892
Accounts receivable -net	2,600	2,449	3,997	6,141	5,511
Other current assets	1,665	1,865	4,461	5,088	4,617
Total Current Assets	25,722	21,667	21,129	26,270	16,029
Investments	45,392	49,524	53,273	57,543	54,849
Property, Plant & Equipment	12,738	10,647	11,340	11,651	11,536
Others	9,779	24,420	58,573	68,051	80,628
Total Assets	93,631	106,258	144,315	163,515	163,042
Loans and O/D from banks	14,398	16,706	29,544	28,101	30,997
Account payable-trade	2,975	4,920	10,070	12,313	11,772
Other current liabilities	1,243	1,297	2,180	4,475	3,499
Total Current Liabilities	18,616	22,923	41,794	44,889	46,269
Long-term debt	23,911	30,463	42,886	56,770	53,770
Other	5,922	6,509	7,484	7,945	8,437
Total Liabilities	48,449	59,895	92,164	109,604	108,476
Paid-up share capital	47,740	47,761	47,381	47,381	47,381
Premium on share capital	1,854	1,873	1,876	1,876	1,876
Retained earnings	(7,110)	(6,793)	(7,739)	(5,035)	(3,190)
Others	(336)	(2,236)	(2,772)	(2,772)	(2,772)
Total Equity before MI	42,147	40,605	38,747	41,451	43,296
Minority Interest	3,035.0	5,758.3	13,403.8	12,459.6	11,270.0
Total Equity	45,182	46,364	52,150	53,911	54,566
Total Liabilities & Equity	93,631	106,258	144,315	163,515	163,042

Assumption

	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020F	FY2021F
Ridership growth	3%	2%	0%	4%	5%
VGI's revenue growth	7%	29%	31%	16%	11%

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

BTS GROUP HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED
Cash Flow Statement

Year End Mar (Btm)	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020F	FY2021F
Pre-tax profit	3,119	5,576	4,431	8,515	5,581
Depreciation	577	758	793	1,012	1,025
Chg in working capital	(5,296)	(9,553)	(16,814)	(1,488)	2,435
Tax paid	(747)	(624)	(1,217)	(1,703)	(1,116)
Other operating activities	(1,734)	(3,701)	(2,696)	(28)	0
CF from Operating	(4,082)	(7,543)	(15,503)	6,307	7,925
Capital expenditure	(1,336)	(1,169)	(1,324)	(1,120)	(910)
Change in investments	(4,192)	(3,784)	(2,057)	(5,270)	(14,306)
Other investing activities	(2,011)	2,566	(14,215)	(5,000)	2,000
CF from Investment	(7,539)	(2,387)	(17,596)	(11,390)	(13,216)
Capital Increase	28	189	7	0	0
Debt financing	28,797	8,195	25,269	16,816	329
Dividend (incl. tax)	(6,227)	(4,287)	(4,588)	(4,107)	(2,620)
Other financing activities	1,755	196	6,974	(931)	(1,126)
CF from Financing	24,353	4,293	27,662	11,778	(3,417)
Change in Cash	12,733	(5,637)	(5,437)	6,696	(8,709)
Beginning Cash	2,362	15,095	9,458	4,021	10,716
Ending Cash	15,095	9,458	4,021	10,716	2,008

Key Ratios

Year End Mar (Btm)	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020F	FY2021F
Per Share (Bt)					
EPS	0.17	0.37	0.24	0.49	0.28
DPS	0.34	0.35	0.42	0.35	0.22
BV	3.53	3.40	3.27	3.48	3.64
CF	-0.34	-0.63	-1.31	0.53	0.67
Liquidity Ratio (x)					
Current Ratio	1.38	0.95	0.51	0.59	0.35
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin	44%	32%	12%	18%	22%
EBITDA Margin	26%	19%	7%	11%	15%
EBIT Margin	17%	13%	6%	9%	12%
Net Margin	29%	36%	6%	15%	9%
ROE	4%	10%	6%	11%	6%
Efficiency Ratio					
ROA	2%	4%	2%	4%	2%
Leverage Ratio (x)					
Debt to Equity	0.85	1.02	1.39	1.57	1.55
Net Debt to Equity	0.37	0.64	1.15	1.30	1.45
Interest Coverage Ratio	1.82	1.29	1.54	1.37	1.75
Growth					
Sales Growth	27%	79%	276%	-13%	-7%
EBITDA Growth	27%	79%	276%	-13%	-7%
Core Net Profit Growth	-15%	159%	-30%	10%	14%
EPS Growth	-52%	120%	-34%	103%	-44%
Valuation					
PER (x)	73.62	33.40	51.34	25.14	45.03
P/BV (x)	3.51	3.65	3.79	3.56	3.41
EV/EBITDA (x)	97.11	78.45	64.65	49.42	42.64
P/CF (x)	-36.26	-19.63	-9.47	23.38	18.61
Dividend Yield (%)	2.74%	2.82%	3.39%	2.78%	1.78%
Dividend Payout Ratio (%)	202.5%	94.6%	173.2%	70.0%	80.0%

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Corporate Governance Report Rating

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

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน