

BEM : บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ

รถไฟฟ้าไม่ใช่ตัวจุดอีกแล้ว

สรุปประชุมนักวิเคราะห์ : เรามีมุมมอง “บวก” ต่อการประชมนักวิเคราะห์หัวานนี้ โดยทิศทางปริมาณบริการยังดีต่อเนื่อง โดยเฉพาะผู้ใช้รถไฟฟ้าฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง และ 6M23 พบว่าผู้ใช้รถไฟฟ้านั้นสูงกว่าสมมติฐานของเรา ก่อนหน้าไปแล้ว 4.2% เราจึงปรับประมาณการกำไร และราคาเหมาะสมขึ้น 4.3% เป็น 10.90 บาท/ หุ้น คงคำแนะนำ “ซื้อ” ตามเดิม

กำไรสุทธิ 2Q23 สูงกว่าคาด 6.4% : กำไร 901 ลบ. +33.6% q-q และ +681.4% y-y ดีกว่าคาดจากรายได้สูงที่กว่าคาด 5.6% จากปริมาณผู้โดยสารหนาแน่นจากการเปิดทดลองวิ่งสายสีเหลือง ทำให้ธุรกิจรถไฟฟ้าเหลือขาดทุนขั้นต้นเพียง -1 ลบ. จาก -58 ลบ.ปีก่อน หนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นรวมสูงกว่าคาด 180bps เป็น 40.3%

รถไฟฟ้าผ่านจุดคุ้มทุนได้แล้ว : ปัจจุบันรถใช้ทางด่วนคิดเป็น 92% ของช่วง Pre-Covid รอเพียงภาคท่องเที่ยวเต็มเต็ม ธุรกิจรถไฟฟ้า ผู้โดยสารจากสายสีเหลืองไหลเข้ามาที่สถานี MRT ลาดพร้าวราวๆ 10,000 เที่ยว/ วัน ผนวกกับการฟื้นตัวของกิจกรรมนอกบ้าน เมื่อศุกร์ 11 ส.ค. ผู้โดยสารได้แตะ 5 แสนเที่ยว/ วัน ซึ่งเป็นระดับที่มีกำไรแล้ว ขณะที่ปีหน้าโครงการ mixed use ขนาดใหญ่ One Bangkok, Dusit Park Centre จะทยอยเปิดเข้ามาหนุนจำนวนผู้โดยสารให้อีกด้วย

ส่วนรถไฟฟ้าสายสีส้ม ศาลาได้ตัดสินครบทุกประเด็น สงสัยแล้ว รอเพียงรัฐบาลใหม่อนุมัติเท่านั้น ส่วนกรณีกังวลว่า จะยกเลิกแล้วประมูลใหม่ ผมห.มองว่า ยังหาเหตุผลสนับสนุนได้ยากกับแนวทางนี้

ปรับราคาเหมาะสมขึ้น 4.3% เป็น 10.90 บาท : เราปรับสมมติฐานผู้โดยสารรถไฟฟ้าขึ้น 7.7% จากเดิมเป็น 3.8 แสนเที่ยว/ วัน ส่งผลให้กำไรปีนี้ถูกปรับขึ้น 3.2% เป็น 3.7 พัน ลบ. +52.0% y-y ทำให้ราคาเหมาะสมปี 2023 เพิ่มขึ้น 4.3% เป็น 10.90 บาท/ หุ้น อิงวิธี SOTP ของการคิดลดกระแสเงินสด DCF ตามอายุสัมปทานทางด่วนสิ้นสุด (สายหลัก 2035 และ SOE 2042) รถไฟฟ้า (สีม่วง 2043, สีน้ำเงิน 2050) โดยยังไม่ได้รวม upside โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม เบื้องต้นราว +1.50 บาท/ หุ้น

จรรยาพันธ์ วัฒนวงศ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ #14076
Jaroonpan.W@liberator.co.th

BEM

BUY

maintain

TP 23E
From 10.45

THB10.90

method SOTP, DCF WACC 8.0%

Closing price THB8.85
Upside/Downside +23.2%

CG report ▲▲▲▲▲
CAC n.a.
ESG score by ESG Book 52.42
source : settrade

มั่นคง แต่เติบโต(แรง)

“BEM เหมาะกับนักลงทุนที่เชื่อในคุณภาพของกำไร และให้น้ำหนักกับสิ่งที่เห็นและเป็นอยู่ ปัจจุบันมากกว่าเรื่องราวบนหน้าข่าว ปีนี้บริษัทกำลังแสดงพัฒนาการที่ยอดเยี่ยมด้วยกำไร All time high 3.7 พัน ลบ. ขณะที่ราคาหุ้นยังต่ำกว่าช่วง Pre-Covid ราว 18% เรามองว่า หุ้น Defensive with Growth ระดับ +52.0% y-y จะเป็นหลุมหลบภัยพักเงินได้ดีในยามตลาดมีความกังวล”

KEY FINANCIALS

FYE Dec (THBm)	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Revenue	10,727	14,029	17,814	18,809
Net Profit (Loss)	1,010	2,436	3,702	4,456
EPS (THB)	0.07	0.16	0.24	0.29
P/E (x)	127.1	55.6	36.7	30.5
BVPS (THB)	2.47	2.44	2.56	2.68
P/B (x)	3.6	3.7	3.5	3.3
DPS (THB)	0.08	0.12	0.17	0.20
Dividend Yield (%)	0.9	1.3	1.9	2.3
Debt/Equity (x)	2.1	2.1	1.9	1.8
ROE (%)	2.7	6.5	9.7	11.1

Source: Company, LIB Research estimates

รูปที่ 1 : ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

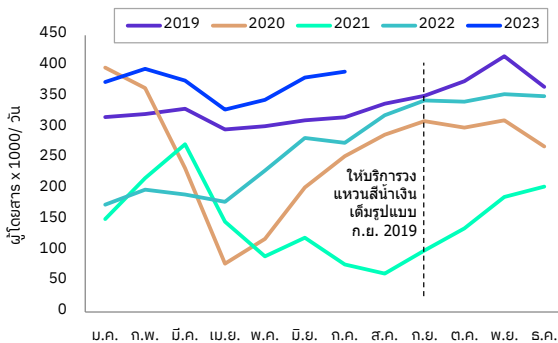
(THBm)	2Q23	1Q23	q-q	2Q22	y-y
Revenues	3,908	4,099	(4.7%)	3,261	19.8%
COGs	2,333	2,339	(0.2%)	2,051	13.8%
Gross profits	1,574	1,760	(10.6%)	1,210	30.1%
Gross margin (%)	40.3%	42.9%	-	37.1%	-
SG&A	322	301	6.6%	304	5.6%
Operating profit	1,253	1,459	(14.1%)	906	38.3%
Operating margin (%)	32.1%	35.6%	-	27.8%	-
Other income	390	50	674.5%	383	1.9%
EBITDA	1,836	2,063	(11.0%)	1,357	35.3%
EBITDA margin (%)	47.0%	50.3%	-	41.6%	-
Interest expense	601	572	4.9%	583	3.1%
Share profit from associates	0	0		0	
Normalised earning	901	749	20.2%	634	42.1%
Net profit	847	634	33.6%	108	681.4%
EPS (Bt) before extra item	0.06	0.04	38.5%	0.01	454.1%
EPS (Bt)	0.06	0.04	38.5%	0.01	454.1%

ที่มา : Company reports and LIB Research estimates

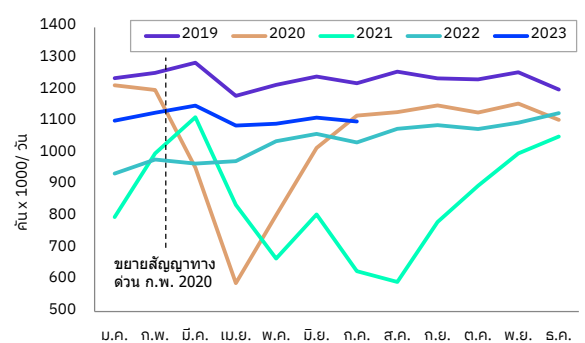
ตัวเลขชี้วัดสำคัญ

	2Q23	1Q23	q-q	2Q22	y-y
รายได้ (ล้านบาท)					
ทางด่วน	2,131	2,276	(6.4%)	1,942	9.7%
รถไฟฟ้า	1,499	1,568	(4.4%)	1,112	34.7%
รายได้เชิงพาณิชย์	277	255	8.6%	207	34.1%
ปริมาณรถใช้ทางด่วน (x1000 คัน/ วัน)	1,099	1,129	(2.6%)	1,026	7.1%
จำนวนเที่ยวผู้ใช้รถไฟฟ้า (x1000 เที่ยว/ วัน)	352	382	(7.9%)	231	52.5%

ที่มา : Company reports and LIB Research estimates

รูปที่ 2 : ปริมาณผู้ใช้รถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน


ที่มา : Company report & LIB Research est.

รูปที่ 3 : ปริมาณรถยนต์ใช้ทางด่วน


ที่มา : Company report & LIB Research est.

งบกำไรขาดทุน

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	10,727	14,029	17,814	18,809
ต้นทุนขาย	6,990	8,447	10,641	10,833
กำไรขั้นต้น	3,737	5,582	7,173	7,976
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	1,160	1,160	1,195	1,230
EBITDA	3,926	6,419	8,447	8,999
รายได้อื่น	755	772	811	851
ส่วนแบ่งกำไร/การร่วมค้า	0	0	0	0
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย	2,577	4,423	5,978	6,745
ดอกเบี้ยจ่าย	2,187	2,361	2,433	2,354
กำไรก่อนภาษี	1,145	2,834	4,356	5,242
ภาษีจ่าย	134	398	653	786
กำไรหลังภาษี	1,011	2,436	3,703	4,456
รายการพิเศษ	0	0	0	0
กำไรก่อนผู้ถือหุ้นน้อย	1,011	2,436	3,703	4,456
ส่วนของผู้ถือหุ้นน้อย	1	0	0	0
กำไร (ขาดทุน), ตามรายงาน	1,010	2,436	3,702	4,456
กำไร (ขาดทุน) ปกติ	1,010	2,436	3,702	4,456

ข้อมูลต่อหุ้น

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (บาท)	2021	2022	2023E	2024E
กำไร(ขาดทุน) ต่อหุ้น, ตามรายงาน (EPS)	0.07	0.17	0.19	0.24
กำไร(ขาดทุน) ปกติต่อหุ้น (Core EPS)	0.07	0.16	0.19	0.24
เงินปันผลต่อหุ้น (DPS)	0.08	0.07	0.08	0.10
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS)	2.47	1.93	2.05	2.21

งบแสดงฐานะการเงิน

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
เงินสด	1,131	1,788	1,786	2,128
เงินลงทุนระยะสั้น	225	230	241	254
ลูกหนี้การค้า	473	648	810	855
สินค้าคงคลัง	1,649	1,650	2,128	2,167
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,061	1,250	1,313	1,378
สินทรัพย์หมุนเวียนรวม	4,541	5,566	6,278	6,781
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	88,095	89,844	88,875	88,122
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	48	34	34	34
เงินลงทุน.ร่วม/กิจการร่วมค้า	16,030	13,539	13,539	13,539
เงินลงทุนระยะยาว	0	0	0	0
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	6,374	5,145	5,402	5,672
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนรวม	110,548	108,563	107,851	107,367
สินทรัพย์รวม	115,088	114,128	114,129	114,148
เงินกู้ระยะสั้น	2,000	0	6,500	15,000
เจ้าหนี้การค้า	1,492	1,763	1,689	2,128
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	7,153	10,329	11,594	9,600
หนี้สินหมุนเวียนรวม	10,645	12,092	19,783	26,728
เงินกู้ระยะยาว	25,702	24,710	22,951	19,951
หุ้นกู้	37,057	36,058	28,058	22,058
อื่นๆ	3,985	4,005	4,205	4,415
หนี้สินรวม	77,390	76,865	74,997	73,152
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว	15,285	15,285	15,285	15,285
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	5,817	5,817	5,817	5,817
กำไรสะสม	15,194	16,451	18,319	20,184
ผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	2	2	2	2
ส่วนผู้ถือหุ้นรวม	37,699	37,264	39,132	40,996

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, LIB Research est., *อิงราคาปิดล่าสุด

งบกระแสเงินสด

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	1,145	2,834	4,356	5,242
ค่าเสื่อมราคา	1,349	1,996	2,469	2,254
การเปลี่ยนแปลงหมุนเวียน	(176)	95	(714)	355
เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	2,318	4,925	6,111	7,851
อื่นๆ	551	707	(722)	(858)
เงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน	2,869	5,633	5,390	6,993
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน				
เงินสดรับจากการขาย(จ่าย)เงินลงทุน	(2,108)	(1,308)	(1,500)	(1,500)
เงินสดสุทธิจากการลงทุน	(1,731)	(597)	(1,757)	(1,770)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน				
ออกหุ้นสามัญ	0	0	0	0
เงินกู้สุทธิ หักการจ่ายคืนหนี้	1,914	(1,115)	(2,000)	(2,500)
เงินปันผล	(1,529)	(1,223)	(1,834)	(2,592)
เงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน	(1,621)	(4,379)	(3,634)	(4,881)
เงินสดเปลี่ยนแปลงสุทธิ	(482)	656	(2)	341
ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน	0	0	0	0
เงินสด/เทียบเท่าเงินสดปลายงวด	1,131	1,788	1,786	2,128

อัตราส่วนทางการเงิน

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	34.8	39.8	40.3	42.4
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร ต่อยอดขาย (%)	10.8	8.3	6.7	6.5
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (%)	24.0	31.5	33.6	35.9
อัตรากำไรปกติ (%)	9.4	17.4	20.8	23.7
อัตรากำไรสุทธิ (%)	9.4	17.4	20.8	23.7
ROE (%)	2.7	6.5	9.7	11.1
ROA (%)	0.9	2.1	3.2	3.9
วงจรเงินสด (วัน)	24.3	12.0	31.6	17.9
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (x)	2.1	2.1	1.9	1.8
อัตราส่วนความสามารถการจ่ายดอกเบี้ย (x)	1.2	1.9	2.5	2.9
อัตราการจ่ายเป็นเงินผล (%) *	0.9	1.3	1.9	2.3

อัตราการเติบโต

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., %	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	-20.5	30.8	27.0	5.6
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	-13.9	0.0	3.0	3.0
EBITDA	-33.7	63.5	31.6	6.5
EBIT	-30.6	71.6	35.2	12.8
กำไรปกติ	-50.7	141.2	52.0	20.3
กำไรสุทธิ	-50.8	141.2	52.0	20.3

สมมติฐานสำคัญ

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
จำนวนรถใช้ทางด่วน (ล้านคัน/ วัน)	0.85	1.04	1.11	1.15
รายได้ต่อเที่ยวเฉลี่ย (บาท/ คัน)	20.83	21.83	22.93	22.93
จำนวนผู้ใช้รถไฟฟ้า (ล้านเที่ยว/ วัน)	0.15	0.27	0.38	0.44
รายได้ต่อเที่ยวเฉลี่ย (บาท/ เที่ยว)	27.87	27.38	28.00	28.14
รายได้บริหารพื้นที่พาณิชย์ ต่อ รายได้รวม (%)	7.7	6.6	6.5	6.5

Disclosures & Disclaimer

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ นักลงทุนควรตระหนักเสมอว่า ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวผันผวน เพิ่มขึ้น และลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และทางปัจจัยพื้นฐาน อาจมีความแตกต่างกันได้ การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางพื้นฐาน อาจแตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงเทคนิค ซึ่งจะขึ้นกับปัจจัยทางด้านราคา(Price) และปริมาณการซื้อขาย(Volume) ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานซึ่งประเมินมาจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานบริษัท ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ ขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่อ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก บล.ลิเบอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิเบอเรเตอร์ และ เจ้าหน้าที่, กรรมการ, และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรง หรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล, ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ในบทวิเคราะห์นี้ อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ด้วยการใช้อำนาจ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ อาจมีการอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้าดังกล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังมีขึ้นอยู่ด้วยความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิเบอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

บล.ลิเบอเรเตอร์ รวมถึงเจ้าหน้าที่, กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ บล.ลิเบอเรเตอร์ มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ, เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ บล.ลิเบอเรเตอร์ ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิเบอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิเบอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิเบอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว

นิยาม : บล.ลิเบอเรเตอร์ กำหนดคำแนะนำการลงทุนด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานไว้ 3 ระดับ ดังต่อไปนี้

- ซื้อ (BUY) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาหุ้นในปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) มากกว่า 10%
- ถือ (HOLD) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ระหว่าง -10% ถึง +10%
- ขาย (SELL) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ตดลบมากกว่า 10% ขึ้นไป

โดยคำแนะนำด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานนี้ อาจ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำทางเทคนิครายวัน หรือคำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ได้ นักลงทุนควรพิจารณาคำแนะนำในบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบร่วมกับ ลักษณะพฤติกรรมกรรมการลงทุน และความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ของนักลงทุน ก่อนตัดสินใจลงทุน

