

ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ BEM

บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ
จำกัด (มหาชน)

Bloomberg BEM TB
Reuters BEM.BK

innovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

เส้นทางในอนาคตที่ราบรื่น

เรายังคงคำแนะนำ tactical call สำหรับ BEM ไว้ที่ OUTPERFORM โดยให้ราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 9 บาท/หุ้น ซึ่งยังไม่รวม upside อีก 1.5 บาท/หุ้น จากโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกเข้ามา เราเชื่อว่าราคาหุ้น BEM จะปรับตัว outperform ตลาดได้เนื่องจากมีปัจจัยกระตุ้นเชิงบวกหลายอย่างที่ทยอยเข้ามาตั้งแต่ 2Q67 เป็นต้นไป ราคาหุ้นน่าจะมี downside จำกัดในระยะ 6 เดือนข้างหน้าหลังจากบริษัทประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

ปัจจัยกระตุ้น#1: การขึ้นค่าโดยสาร MRT ในวันที่ 3 ก.ค. 2567 โดยปกติแล้วค่าโดยสาร MRT (สายสีน้ำเงิน) จะมีการปรับทุก 2 ปี โดยจะปรับตามดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ของกรุงเทพฯ การปรับค่าโดยสารครั้งล่าสุดเกิดขึ้นในเดือนก.ค. 2565 โดยมีการปรับอัตราค่าโดยสารขึ้น 1 บาท/เที่ยว สำหรับการเดินทางสถานีที่ 6, 9, 11 และ 12 ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา (ก.ย. 2564 - ก.ย. 2566) CPI ของกรุงเทพฯ เพิ่มขึ้น 7.3% เทียบกับ 0.9% ในเดือนก.ย. 2562 - ก.ย. 2564 หลักๆ เกิดจากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นในปี 2565 ทั้งนี้จากการคำนวณคร่าวๆ ของเรา ในปีนี้ค่าโดยสารน่าจะปรับขึ้นอย่างน้อย 1 บาท/เที่ยวสำหรับทุกสถานี ซึ่งดีกว่ารอบก่อน ทั้งนี้การประกาศขึ้นค่าโดยสารอย่างเป็นทางการน่าจะเกิดขึ้นก่อนวันที่ 3 มิ.ย. 2567 ในประมาณการของเรา เราใช้สมมติฐานว่าค่าโดยสารเฉลี่ยจะเพิ่มขึ้น 1.2% สู่ 27.7 บาท/เที่ยว ทั้งนี้ค่าโดยสารเฉลี่ยในปี 2566 อยู่ที่ 27.4 บาท/เที่ยว

ปัจจัยกระตุ้น#2: จำนวนผู้โดยสาร MRT จะเร่งตัวขึ้นตั้งแต่ 2Q67 เป็นต้นไป ในเดือนม.ค. 2567 BEM รายงานจำนวนผู้โดยสาร MRT เฉลี่ย 422,900 เที่ยว/วัน เทียบโต 4.6% MoM และ 13% YoY เราเชื่อว่าการเติบโตจะเร่งตัวขึ้นตั้งแต่ 2Q67 เป็นต้นไป โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) การเปิดอาคารสำนักงาน ONE Bangkok บางส่วนในช่วงปลาย 1Q67 2) การเปิดอาคารโรงแรมในโครงการ Dusit Central Park ใน 3Q67 และ 3) จำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าสายสีเหลืองที่เพิ่มขึ้นหลังจาก BTS จัดโปรโมชันค่าโดยสาร 25 บาท/เที่ยว ระหว่างวันที่ 1 ก.พ. - 30 เม.ย. 2567 ในปี 2567 เราคาดการณ์ว่าจำนวนผู้โดยสาร MRT (สายสีน้ำเงิน) จะเพิ่มขึ้น 15% สู่ 449,000 เที่ยว/วัน

ปัจจัยกระตุ้น#3: ราคาเป้าหมายมี upside จากโครงการใหม่ มีโครงการ 2 โครงการที่เราเชื่อว่าน่าจะได้อำนาจในปี 2567 คือ โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก และโครงการก่อสร้างทางด่วนชั้นที่ 2 (double deck) สำหรับโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก รัฐบาลต้องการให้คิดความในศาลทั้งหมดได้อำนาจก่อนเซ็นสัญญา ปัจจุบันมี 1 คดีที่กำลังรอคำตัดสินของศาลปกครองสูงสุด โดยก่อนหน้านี้ศาลปกครองกลางตัดสินให้ BEM ชนะคดี โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกจะทำให้ราคาเป้าหมายของเราปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 1.5 บาท/หุ้น สำหรับโครงการ double deck นั้น upside ของราคาเป้าหมายยังไม่ชัดเจน แต่โครงการนี้จะช่วยหนุนให้ NPV สำหรับ BEM ปรับเพิ่มขึ้น ทั้งนี้จากข้อมูลที่ได้จาก BEM คาดว่าจะเห็นความชัดเจนเกี่ยวกับโครงสร้างผลประโยชน์ภายในปีนี้ เรายังไม่ได้นำเสนอโครงการนี้เข้ามารวมไว้ในราคาเป้าหมายของเรา

กลยุทธ์การลงทุนและคำแนะนำ เราเชื่อว่าราคาหุ้น BEM จะปรับตัว outperform ตลาดได้ใน 2Q67 หลักๆ ได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจ MRT ซึ่งปัจจัยกระตุ้นเชิงบวกมีแนวโน้มที่ชัดเจน นอกจากนี้การประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเมื่อไม่นานนี้ โดยจะเริ่มตั้งแต่วันที่ 5 มี.ค. ถึง 4 ก.ย. จะช่วยป้องกัน downside ต่อราคาหุ้นด้วย

ความเสี่ยงและความกังวล รัฐบาลอาจจะขอให้เลื่อนการปรับค่าโดยสาร อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าความเสี่ยงนี้ต่ำ เนื่องจากการปรับค่าโดยสารครั้งนี้ค่อนข้างมีนัยสำคัญ ความเสี่ยง ESG ที่สำคัญสำหรับ BEM คือ ความปลอดภัยในการเดินทางของผู้ใช้ทางด่วนและผู้โดยสาร MRT

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	14,029	16,374	17,612	18,582	19,684
EBITDA	(Btmn)	6,625	9,076	10,030	10,784	11,791
Core profit	(Btmn)	2,436	3,479	4,293	4,995	5,769
Reported profit	(Btmn)	2,436	3,479	4,293	4,995	5,769
Core EPS	(Bt)	0.16	0.23	0.28	0.33	0.38
DPS	(Bt)	0.12	0.14	0.17	0.20	0.23
P/E, core	(x)	51.4	36.0	29.2	25.1	21.7
EPS growth, core	(%)	141.2	42.8	23.4	16.4	15.5
P/BV, core	(x)	3.4	3.3	3.1	3.0	2.8
ROE	(%)	6.5	9.3	11.1	12.2	13.2
Dividend yield	(%)	1.5	1.7	2.1	2.4	2.8
EV/EBITDA	(x)	29.3	21.2	18.9	17.2	15.4
EBITDA growth	(%)	48.5	37.0	10.5	7.5	9.3

Source: InnovestX Research

Tactical: OUTPERFORM (3-month)

Stock data

Last close (Mar 5) (Bt)	8.20
Target price (Bt)	9.00
Mkt cap (Btmn)	125.34
Mkt cap (US\$m)	3,502

Beta	L
Mkt cap (%) SET	0.75
Sector % SET	8.26
Shares issued (mn)	15,285
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	9.3 / 7.2
Avg. daily 6m (US\$m)	6.18
Foreign limit / actual (%)	49 / 8
Free float (%)	51.0
Dividend policy (%)	≥ 40

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	7.9	1.2	(11.4)
Relative to SET	10.9	3.5	4.8

Source: SET, InnovestX Research

2023 Sustainability/2022 ESG Score

SET ESG Ratings	AA
-----------------	----

ESG Bloomberg Rank in the sector

ESG Score Rank	7/27
Environmental Score Rank	7/27
Social Score Rank	8/27
Governance Score Rank	1/27

ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

BEM มีคะแนน ESG สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม และสูงกว่าค่าเฉลี่ยในแต่ละด้านด้วย (สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล)

Source: Bloomberg Finance L.P.

นักวิเคราะห์

กิตติส พุทธิภัท, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
kittisorn.pruitipat@scb.co.th

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

BEM ทำธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน (ทางด่วน และรถไฟฟ้า MRT) ซึ่งไม่ปล่อยมลพิษใดๆ ดังนั้นเราจึงมองว่าธุรกิจของบริษัทเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม นอกจากนี้ BEM ยังได้รับคัดเลือกให้อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนด้วย ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ความปลอดภัยในการเดินทางของผู้ใช้ทางด่วนและผู้โดยสาร MRT

คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG

Bloomberg ESG Score	43.14 (2022)
Rank in Sector	7/27

	CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings
BEM	5	No	Yes	AA

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)

- บริษัทยังคงรักษาไว้ซึ่งระบบการจัดการสิ่งแวดล้อม ISO 14001 อย่างต่อเนื่อง และเพิ่มประสิทธิภาพการใช้ทรัพยากรอย่างคุ้มค่า ด้วยมาตรการจัดการด้านพลังงานที่บริษัทดำเนินการอย่างต่อเนื่อง
- นอกจากนี้บริษัทยังได้รับการรับรองมาตรฐานระบบงานคุณภาพ ISO 9001 : 2015 และระบบจัดการสิ่งแวดล้อม ISO 14001 : 2015 จากบริษัท เอสจีเอส (ประเทศไทย) สำหรับธุรกิจทางพิเศษ

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)

- BEM มุ่งมั่นดำเนินกิจการด้วยความรับผิดชอบต่อสังคมตลอดห่วงโซ่คุณค่าในฐานะที่เป็นส่วนหนึ่งของสังคม
- บริษัทได้จัดกิจกรรมแจกหน้ากากผ้า 1 ล้านชิ้นให้กับผู้ใช้บริการรถไฟฟ้า MRT และยังมีมอบหน้ากากผ้าพร้อมอุปกรณ์ป้องกันการแพร่ระบาดของเชื้อโควิด-19 ให้กับหลายฝ่ายในช่วงที่เกิดการแพร่ระบาดของเชื้อโควิด-19
- BEM ได้มอบทุนการศึกษาเพื่อพัฒนาโรงเรียนและมอบอุปกรณ์ป้องกันเชื้อโควิด-19 แก่โรงเรียน 56 แห่งที่ตั้งอยู่โดยรอบเส้นทางรถไฟฟ้า MRT รวมถึงชุมชนรายรอบสถานี

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาล (G)

- บริษัทถือว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือสำคัญในการบริหารกิจการเพื่อให้บรรลุเป้าหมายได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล
- คณะกรรมการบริษัทได้แต่งตั้งคณะกรรมการธรรมาภิบาลและบริหารความเสี่ยงเพื่อพิจารณาความเพียงพอและเหมาะสมในระดับนโยบาย
- ฝ่ายบริหารทำหน้าที่ดูแลการปฏิบัติตามแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี
- ในปี 2564 บริษัทได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ “ดีเลิศ” และ Anti-corruption progress indicator ได้รับการรับรอง

ESG Disclosure Score

	2021	2022
ESG Disclosure Score	45.41	43.14
Environment	29.27	16.79
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Total Energy Consumption	216.10	—
Waste Reduction Policy	Yes	Yes

Social	19.44	25.12
Human Rights Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Equal Opportunity Policy	Yes	Yes
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Anti-Bribery Ethics Policy	Yes	Yes

Governance	87.36	87.36
Size of Audit Committee	3	3
Number of Independent Directors on Audit Committee	3	3
Company Conducts Board Evaluations	Yes	Yes
Number of Executives / Company Managers	5	7
Director Share Ownership Guidelines	No	No

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับวิธีการเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btmn)	16,107	13,489	10,727	14,029	16,374	17,612	18,582	19,684
Cost of goods sold	(Btmn)	(10,310)	(8,427)	(6,990)	(8,447)	(9,311)	(9,414)	(9,447)	(9,644)
Gross profit	(Btmn)	5,797	5,063	3,737	5,582	7,064	8,198	9,135	10,040
SG&A	(Btmn)	(1,336)	(1,347)	(1,160)	(1,160)	(1,241)	(1,339)	(1,412)	(1,496)
Other income	(Btmn)	707	830	755	772	764	817	831	977
Interest expense	(Btmn)	(1,723)	(2,113)	(2,187)	(2,361)	(2,371)	(2,310)	(2,310)	(2,310)
Pre-tax profit	(Btmn)	3,444	2,433	1,145	2,834	4,216	5,366	6,244	7,211
Corporate tax	(Btmn)	(1,755)	(382)	(134)	(398)	(737)	(1,073)	(1,249)	(1,442)
Equity a/c profits	(Btmn)	173	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	(17)	(4)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Core profit	(Btmn)	2,548	2,048	1,010	2,436	3,479	4,293	4,995	5,769
Extra-ordinary items	(Btmn)	2,887	4	0	0	0	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	5,435	2,051	1,010	2,436	3,479	4,293	4,995	5,769
EBITDA	(Btmn)	9,194	6,404	4,461	6,625	9,076	10,030	10,784	11,791
Core EPS	(Bt)	0.17	0.13	0.07	0.16	0.23	0.28	0.33	0.38
Net EPS	(Bt)	0.36	0.13	0.07	0.16	0.23	0.28	0.33	0.38
DPS	(Bt)	0.15	0.10	0.08	0.12	0.14	0.17	0.20	0.23

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btmn)	4,448	5,044	4,541	5,566	5,247	7,120	11,210	15,672
Total fixed assets	(Btmn)	84,296	84,532	83,845	81,997	79,500	77,647	75,942	74,224
Total assets	(Btmn)	111,697	113,616	115,088	114,128	112,496	112,676	115,224	118,132
Total loans	(Btmn)	66,333	69,088	71,211	70,441	68,303	66,000	66,000	66,000
Total current liabilities	(Btmn)	11,429	13,734	10,645	12,092	15,566	13,608	13,694	13,787
Total long-term liabilities	(Btmn)	61,445	61,848	66,744	64,773	59,265	59,250	59,293	59,336
Total liabilities	(Btmn)	72,874	75,582	77,390	76,865	74,832	72,859	72,987	73,123
Paid-up capital	(Btmn)	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102
Total equity	(Btmn)	38,823	38,034	37,699	37,264	37,664	39,817	42,237	45,009
BVPS	(Bt)	2.54	2.49	2.47	2.44	2.46	2.60	2.76	2.94

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btmn)	2,548	2,048	1,010	2,436	3,479	4,293	4,995	5,769
Depreciation and amortization	(Btmn)	4,026	1,858	1,129	1,430	2,490	2,353	2,230	2,269
Operating cash flow	(Btmn)	5,469	5,522	3,445	5,545	7,544	7,825	8,900	9,572
Investing cash flow	(Btmn)	(7,061)	(4,593)	(4,526)	(1,177)	(2,692)	(2,435)	(2,455)	(2,366)
Financing cash flow	(Btmn)	1,769	(19)	598	(3,711)	(5,393)	(4,443)	(2,576)	(2,997)
Net cash flow	(Btmn)	178	910	(482)	656	(542)	947	3,869	4,210

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	36.0	37.5	34.8	39.8	43.1	46.5	49.2	51.0
Operating margin	(%)	27.7	27.5	24.0	31.5	35.6	38.9	41.6	43.4
EBITDA margin	(%)	57.1	47.5	41.6	47.2	55.4	56.9	58.0	59.9
EBIT margin	(%)	32.1	33.7	31.1	37.0	40.2	43.6	46.0	48.4
Net profit margin	(%)	33.7	15.2	9.4	17.4	21.2	24.4	26.9	29.3
ROE	(%)	14.0	5.4	2.7	6.5	9.2	10.8	11.8	12.8
ROA	(%)	1.7	1.8	0.9	2.1	3.1	3.8	4.4	4.9
Net D/E	(x)	1.7	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
Interest coverage	(x)	5.3	3.0	2.0	2.8	3.8	4.3	4.7	5.1
Debt service coverage	(x)	0.9	0.5	0.4	0.6	0.6	0.8	0.8	0.9
Payout Ratio	(%)	42.2	74.5	121.1	75.3	61.5	60.0	60.0	60.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Traffic for toll roads	('000 trips/day)	1,237	1,049	850	1,039	1,117	1,141	1,179	1,210
Ridership for mass transit	('000 trips/day)	337	260	147	274	390	449	494	551
CD revenue	(Btmn)	783	825	822	921	1,117	1,173	1,231	1,293

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total revenue	(Btmn)	3,094	3,261	3,739	3,935	4,099	3,908	4,182	4,186
Cost of goods sold	(Btmn)	(1,905)	(2,051)	(2,094)	(2,396)	(2,339)	(2,333)	(2,391)	(2,248)
Gross profit	(Btmn)	1,189	1,210	1,644	1,539	1,760	1,574	1,791	1,938
SG&A	(Btmn)	(264)	(304)	(278)	(313)	(301)	(322)	(297)	(321)
Other income	(Btmn)	65	383	266	58	50	390	266	58
Interest expense	(Btmn)	(570)	(583)	(604)	(604)	(572)	(601)	(602)	(596)
Pre-tax profit	(Btmn)	419	706	1,028	680	937	1,043	1,158	1,079
Corporate tax	(Btmn)	(83)	(72)	(165)	(77)	(187)	(142)	(188)	(220)
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	(0)	(0)	(0)	(0)	0	(0)	(0)	(0)
Core profit	(Btmn)	336	634	863	603	749	901	970	859
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	336	634	863	603	749	901	970	859
EBITDA	(Btmn)	1,316	1,664	2,063	2,381	2,114	2,227	2,402	2,333
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.02	0.04	0.06	0.04	0.05	0.06	0.06	0.06
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.02	0.04	0.06	0.04	0.05	0.06	0.06	0.06

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total current assets	(Btmn)	4,987	4,448	6,495	5,566	5,228	4,567	5,469	5,247
Total fixed assets	(Btmn)	83,388	82,779	82,433	81,997	81,299	80,817	80,041	79,500
Total assets	(Btmn)	115,682	115,474	116,471	114,128	113,091	111,849	112,850	112,496
Total loans	(Btmn)	70,669	71,200	71,801	70,441	69,202	69,729	69,193	68,303
Total current liabilities	(Btmn)	9,969	15,287	12,344	12,092	12,235	12,251	15,572	15,566
Total long-term liabilities	(Btmn)	67,477	62,345	66,364	64,773	63,521	63,913	60,571	59,265
Total liabilities	(Btmn)	77,446	77,632	78,708	76,865	75,756	76,164	76,143	74,832
Paid-up capital	(Btmn)	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102
Total equity	(Btmn)	38,236	37,842	37,763	37,264	37,334	35,685	36,707	37,664
BVPS (Bt)	(Bt)	2.50	2.48	2.47	2.44	2.44	2.33	2.40	2.46

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Core Profit	(Btmn)	336	634	863	603	749	901	970	859
Depreciation and amortization	(Btmn)	327	375	431	298	605	583	642	659
Operating cash flow	(Btmn)	1,675	1,062	843	5,320	2,235	1,731	2,198	1,380
Investing cash flow	(Btmn)	1,327	930	3,315	(8,028)	1,116	795	1,112	(5,714)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,467)	(2,404)	(3,540)	5,836	(3,277)	(3,314)	(2,546)	3,744
Net cash flow	(Btmn)	535	(412)	618	3,127	74	(789)	763	(590)

Key Financial Ratios

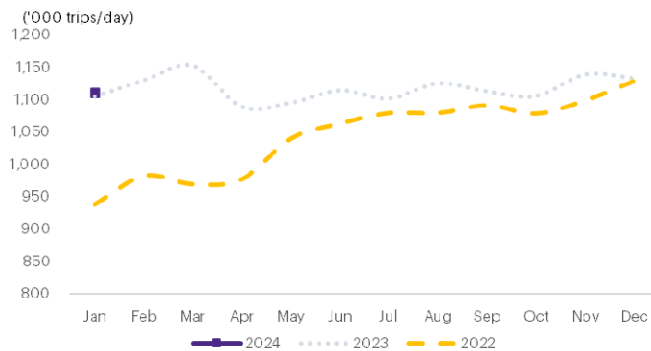
FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Gross margin	(%)	38.4	37.1	44.0	39.1	42.9	40.3	42.8	46.3
Operating margin	(%)	29.9	27.8	36.5	31.2	35.6	32.1	35.7	38.6
EBITDA margin	(%)	42.5	51.0	55.2	60.5	51.6	57.0	57.4	55.7
EBIT margin	(%)	32.0	39.5	43.7	52.9	36.8	42.1	42.1	40.0
Net profit margin	(%)	10.9	19.4	23.1	15.3	18.3	23.1	23.2	20.5
ROE	(%)	3.5	6.7	9.1	6.4	7.9	9.8	10.4	9.2
ROA	(%)	1.2	2.2	3.0	2.1	2.6	3.2	3.4	3.0
Net D/E	(x)	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8
Interest coverage	(x)	2.3	2.9	3.4	3.9	3.7	3.7	4.0	3.9

Main Assumptions

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Traffic for toll roads	('000 trips/day)	963	1,026	1,083	1,101	1,129	1,099	1,113	1,126
Ridership for mass transit	('000 trips/day)	188	231	313	349	382	411	382	416
CD revenue	(Btmn)	196	207	242	276	255	277	279	306

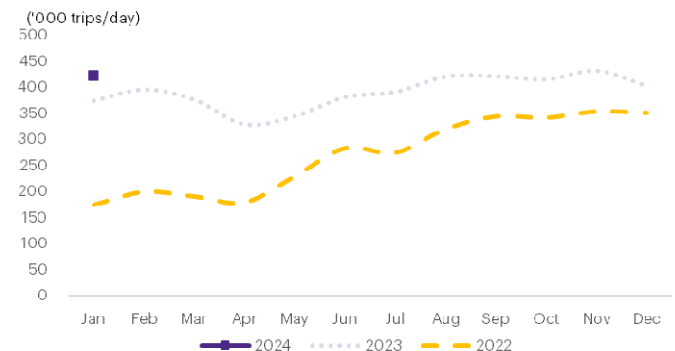
Appendix

Figure 2: Expressway traffic



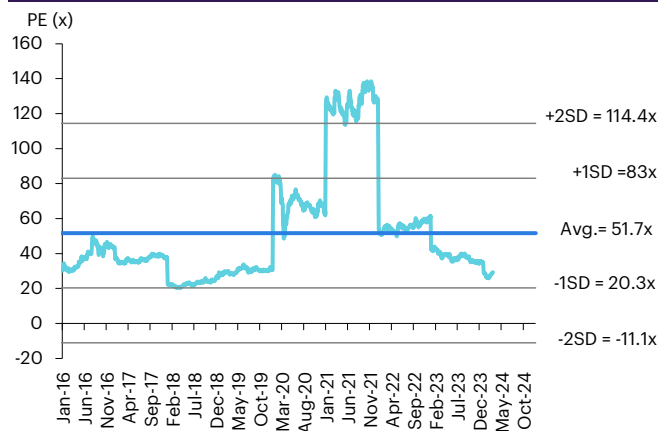
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 3: MRT (Blue line) ridership



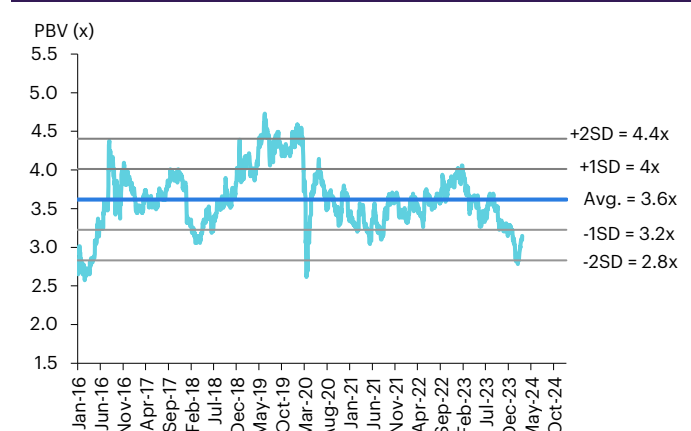
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 4: PE Band



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 5: PBV Band



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 6: BEM – SOTP valuation

	Btmn	Bt/sh	Comment
Toll roads business	73,326	5.0	
Mass transit business	81,874	5.4	
Commercial development business	25,151	1.6	
Investments (CKP & TTW)	10,669	0.8	Market price
Less: net debt	58,654	3.8	
Target price	132,367	9.0	

Source: InnovestX Research, BEM

Figure 7: Valuation summary (Price as of Mar 5, 2024)

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$m)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F
Guangshen Railway Co Ltd	China	2,403	9.5	9.5	8.2	154.6	0.0	16.3	0.4	0.4	0.4	5.8	5.8	6.5	4.1	4.1	4.8	6.0	6.0	5.6
MTR Corp Ltd	Hong Kong	20,556	23.4	23.4	10.1	(30.4)	0.0	131.5	0.9	0.9	0.9	5.1	5.1	5.2	3.8	3.8	8.5	12.7	12.7	7.4
East Japan Railway Co	Japan	21,199	43.1	22.9	17.0	43.0	88.3	34.9	1.3	1.2	1.2	1.2	1.4	1.7	2.8	5.4	6.9	15.2	12.1	10.5
West Japan Railway Co	Japan	9,981	20.5	18.4	15.5	105.7	11.5	18.6	1.5	1.4	1.3	1.7	1.9	2.2	6.5	7.6	8.7	13.0	10.1	8.9
Bangkok Expressway & Metro PCL	Thailand	3,207	33.3	33.3	29.8	40.0	0.0	11.6	3.0	3.0	2.8	1.7	1.7	2.0	9.0	9.0	10.0	22.6	22.6	20.5
BTS Group Holdings PCL	Thailand	2,521	39.0	55.6	63.1	(1.6)	(29.8)	(11.9)	1.5	1.5	1.5	3.6	3.1	2.8	3.7	0.6	1.6	58.5	45.6	41.8
Average			28.1	27.2	23.9	51.9	11.7	33.5	1.4	1.4	1.3	3.2	3.2	3.4	5.0	5.1	6.7	21.3	18.2	15.8

Source: Bloomberg Finance L.P., InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงวิจารณญาณของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

