

15 November 2023

Company Note

Rating

**BUY**

(Unchanged)

Company

# BTS Rail Mass Transit Growth Infrastructure Fund

Bloomberg SET Exchange Sector  
 BTSGIF TB BTSGIF SET Transportation & Logistics

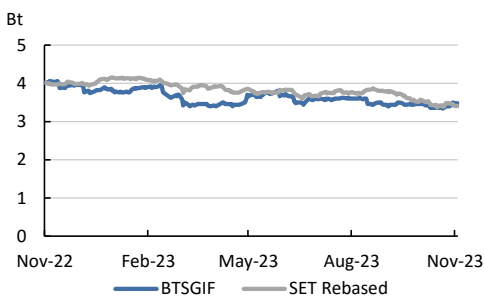
## รายได้จากการลงทุนเติบโตดีตามผู้โดยสาร

<b>12mth price target (THB)</b>	<b>4.82</b>
Current price (13/11/2023)	3.48
Upside/Downside	39%
CG rating	na.
ESG rating	n.a.
Thai CAC	n.a.

**Share summary**

Issue shares :	(m shrs)	5,788
Market capitalization:	(THB bn)	20.1
	(USDbn)	0.6
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	14.5
	(USDm)	0.4
Foreign Limit/Actual	(%)	49/2
Free Float:	(%)	64.5
NVDR:	(%)	na.

**Share price / rel. to SET**



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
BTSGIF	0.6	-3.3	-14.3
SET	-4.7	-8.7	-14.9

**Major Shareholders**

	%
BTS Group Holding	33.33
Bangkok Life Assurance	6.60
Land and House Bank	4.80

Source: SET

Sansanee Srijamjuree

ID: 018176

(66) 2633 6475

sansanee@tisco.co.th

**จำนวนผู้โดยสารที่เติบโตดีตามผู้โดยสาร**

BTSGIF รายงานขาดทุนสุทธิใน 2Q23/24 อยู่ที่ -225 ล้านบาท พลิกจากกำไร 388 ล้านบาทใน 2Q22/23 และกำไร 769 ล้านบาทในไตรมาสที่ผ่านมา โดยในไตรมาสนี้มีการบันทึกขาดทุนจากการปรับมูลค่ากองทุน 1,430 ล้านบาท หากไม่รวมรายการดังกล่าว รายได้สุทธิจากการลงทุน (Net Investing Income) อยู่ที่ 1,205 ล้านบาท (42% YoY, 17% QoQ) ซึ่งสูงกว่าที่เราคาด จากต้นทุนค่าโดยสารและค่าใช้จ่ายที่ต่ำกว่าคาด

**จำนวนผู้โดยสารฟื้นตัว และค่าโดยสารเฉลี่ยเพิ่มขึ้น เพิ่มรายได้ค่าโดยสาร**

จากการฟื้นตัวของจำนวนผู้โดยสารมาที่ 49.7 ล้านเที่ยว (24% YoY จากสถานการณ์โควิดที่คลี่คลาย, และ 11% QoQ จากจำนวนวันทำการที่เพิ่มขึ้นเพราะไตรมาสก่อนมีวันหยุดหลายวัน) ในขณะที่ค่าโดยสารเฉลี่ยต่อเที่ยวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 34.1 บาท เพิ่มขึ้น 5.4% YoY แต่ลดลงเล็กน้อย 0.3% QoQ ทำให้รายได้ค่าโดยสาร 2Q23/24 มาที่ 1,697 ล้านบาท (30% YoY, 11% QoQ) สำหรับอัตรากำไรจากการดำเนินงานอยู่ที่ 72% เพิ่มขึ้นตามจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ในไตรมาส ค่าไฟฟ้าเพิ่มขึ้นตามค่า FT และค่ารักษาความปลอดภัยที่เพิ่มขึ้นแต่บางส่วนถูกชดเชยจากค่าใช้จ่ายพนักงานที่มีขาดและเงินเกษียณพนักงานที่ลดลง

**จำนวนผู้โดยสารเดือนตุลาคมยังคงเติบโต YoY แต่ลดลง MoM**

จำนวนผู้โดยสารเดือนตุลาคมอยู่ที่ 16.0 ล้านเที่ยว หรือ 5.16 แสนเที่ยวต่อวัน (10% YoY, -2.4% MoM) และเราคาดว่าจำนวนผู้โดยสารจะเพิ่มขึ้นในเดือนพฤศจิกายน เนื่องจากเดือนตุลาคมมีวันหยุดหลายวันและเพิ่งเปิดเทอมในช่วงปลายเดือน ทั้งนี้ ผลประกอบการ 1H23/24 คิดเป็น 55% ของประมาณการของเรา ดังนั้น เรายังคงประมาณการของเรา โดยเราคาดปี 2023/24F จำนวนผู้โดยสารจะอยู่ที่ 198 ล้านเที่ยว หรือเฉลี่ย 5.42 แสนเที่ยวต่อวัน (20% YoY) คาดรายได้จากการลงทุนสุทธิปี 2023/24-26F อยู่ที่ 4,029 ล้านบาท (19% YoY) 4,786 ล้านบาท (19% YoY) และ 5,225 ล้านบาท (10% YoY)

**คงคำแนะนำ “ซื้อ”**

BTSGIF ประกาศจ่ายคืนหุ้นจำนวน 0.208 บาทต่อหน่วย (XN วันที่ 23 พฤศจิกายน) คิดเป็นอัตราผลตอบแทนเงินปันผลรายไตรมาสที่ 6% และสำหรับปี 2023/24F ด้วยประมาณการของเรา เราคาดว่าจะสามารถจ่ายเงินให้แก่ผู้ถือหุ้น (เงินสดหุ้น+เงินปันผล) ที่ 0.70 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทน 20% ดังนั้น เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” มูลค่าที่เหมาะสม 4.82 บาท อิงจาก DCF (WACC 9.6%, Rf 3.2%, RPM 6.4%)

**Forecasts and ratios**

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales (THBm)	945	3,463	4,112	4,880	5,327
EBITDA (THBm)	875	3,400	4,029	4,786	5,225
Net profit (THBm)	-5,175	3,290	2,930	3,095	2,567
<i>Net Profit (% chg from prev)</i>	<i>nm.</i>	<i>nm.</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
EPS (THB)	-0.89	0.57	0.51	0.53	0.44
EPS (% YoY)	-11.3	-163.6	-10.9	5.6	-17.1
<i>EPS vs Cons (%)</i>	<i>nm</i>	<i>Nm</i>	<i>(35.8)</i>	<i>(38.5)</i>	<i>(54.6)</i>
PER (X)	na.	7.1	7.1	6.7	8.1
Yield (%)	4.2	16.3	19.3	23.0	25.1
P/BV (X)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (X)	na.	6.9	4.3	3.0	2.2
ROE (%)	-8.4	5.4	4.8	5.0	4.2

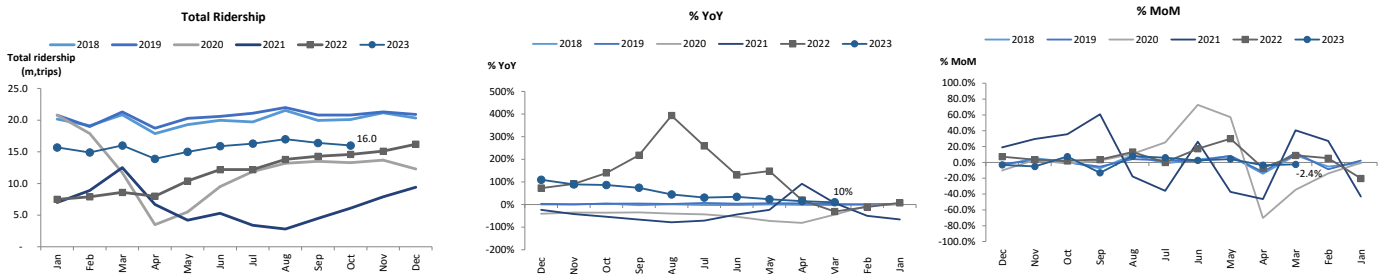
Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. รายได้จากการลงทุนสุทธิเติบโตทั้ง YoY และ QoQ

Bt,M (FY March)	2Q23/24	2Q22/23	% YoY	1Q23/24	% QoQ	2023/24F	2022/23	% YoY
Farebox Revenue	1,696.6	1,301.5	30.4%	1,533.8	10.6%	6,770.4	5,375.0	26.0%
Net Revenue from investment	1,216.6	860.4	41.4%	1,040.1	17.0%	4,105.8	3,455.2	18.8%
Total Income	1,222.6	861.3	41.9%	1,045.7	16.9%	4,111.6	3,462.6	18.7%
SG&A and others	17.7	13.6	29.8%	16.3	8.2%	82.2	62.8	31.0%
EBIT	1,204.9	847.7	42.1%	1,029.4	17.1%	4,029.4	3,399.9	18.5%
Net investing income	1,204.9	847.7	42.1%	1,029.4	17.1%	4,029.4	3,399.9	18.5%
Unrealized gain on investment	(1,430.1)	(460.0)	n.a.	(260.0)	n.a.	(1,099.4)	(109.9)	n.a.
Net Profit	(225.2)	387.7	n.a.	769.4	n.a.	2,930.0	3,289.9	-10.9%
EPS	(0.04)	0.07	n.a.	0.13	n.a.	0.70	0.59	18.5%
Net investment income margin (%)	98.6%	98.4%		98.4%		98.0%	98.2%	
EBIT (%)	72.0%	66.5%		68.2%		61.6%	64.8%	
Total Distribution (Bt)	0.208	0.146		0.177		0.696	0.587	
Ridership (m, trips)	49.7	40.2	23.6%	44.8	10.9%	198.0	163.4	21.2%
Avg. Ridership per day (trips)	540,217.4	446,666.7	20.9%	492,307.7	9.7%	542,465.8	447,671.2	21.2%
Avg Fare (Bt)	34.1	32.4	5.4%	34.2	-0.3%	34.2	32.9	4.0%

Source: BTSGIF, TISCO Research

Figure 2. จำนวนผู้โดยสารเติบโต YoY แต่ลดลง MoM ในเดือนตุลาคม



Source: BTSGIF, TISCO Research