

06 August 2024

Company Note

Rating

**HOLD**

(Downgraded)

Company

**BTS Group Holdings**

Bloomberg

SET

Exchange

Sector

BTS TB

BTS

SET

Transportation & Logistics

**สรุปประเด็นจากการประชุมนักวิเคราะห์**

**12mth price target (THB) 5.50**

Current price (05/08/2024)	3.98
Upside/Downside	38%
CG rating	5
ESG rating	n.a.
Thai CAC	Certified

**Share summary**

Issue shares :	(m shrs)	13,167
Market capitalization:	(THB bn)	52.4
	(USDbn)	1.5
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	501
	(USDm)	14
Foreign Limit/Actual	(%)	49/6
Free Float:	(%)	59
NVDR:	(%)	9

**Share price / rel. to SET**



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
BTS	-9.6	-36.8	-49.0
SET	-2.8	-7.0	-16.7

**Major Shareholders**

	%
Mr.Keeree Kanjanapas	31.60
Thai NVDR	10.13
Mr.Kavin Kanjanapas	5.66

Source: SET

Sansanee Srijamjuree

ID: 018176

(66) 2633 6475

sansanee@tisco.co.th

- **ความคืบหน้าดีความหนี้สายสีเขียวเป็นบวก** : ปัจจุบันยอดหนี้ค่าจ้างเดินรถและซ่อมบำรุง (O&M) รวมดอกเบี้ยทั้งหมดอยู่ที่ 3.9 หมื่นลบ. มีทั้งหมด 4 ส่วน ส่วนที่ 1) มูลค่ารวมดอกเบี้ยประมาณ 1.4 หมื่นลบ. ศาลปกครองสูงสุดเพิ่งพิพากษาให้ทาง BTS ชะนะ และทางกทม. ต้องชำระหนี้ให้บริษัทภายใน 180 วัน, 2) หนี้ที่ฟ้องอยู่ในศาลชั้นต้นประมาณ 11,811 ลบ., 3) หนี้ที่ยังไม่ได้ฟ้องประมาณ 13,513 ลบ., และ 4) ค่าจ้างตามสัญญาในอนาคตตั้งแต่ปัจจุบันถึงสิ้นสุดสัญญาปี 2585 อีกประมาณ 2.9 แสนลบ. บริษัทมองว่าผลการตัดสินของศาลปกครองสูงสุดที่ผ่านมาน่าจะส่งผลบวกต่อคดีที่เหลือและการจ่ายชำระค่าจ้างเดินรถต่อไป ซึ่งหลังจากนี้คาดว่าจะมีการเจรจากับทาง กทม. ซึ่งอาจจะเป็นการชำระหนี้หรือการเจรจาขยายระยะเวลาสัมปทาน
- **แผนการเพิ่มทุน** : บริษัทมองว่าจะเพิ่มทุนได้สำเร็จแม้ราคา RO ที่ 4.50 บาทจะสูงกว่าราคาในตลาดในปัจจุบันโดยผู้ถือหุ้นใหญ่พร้อม support แต่หากไม่สำเร็จก็ยังมีธนาคารให้การสนับสนุน (แต่ก็จะทำให้หนี้สินและภาระดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น) โดยบริษัทคาดว่าจะ Tender Offer ได้ประมาณ 70-75% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของ ROCTEC และ RABBIT ซึ่งจะทำให้ต้องใช้เงินทั้งหมดประมาณ 8,540-9,901 ล้านบาท และบริษัทไม่มีแผนที่จะ Delist ทั้ง ROCTEC และ RABBIT ส่วน VGI ที่สัดส่วนการถือหุ้นจะลดลงจาก 61.13% เหลือ 34.23% บริษัทจะยังรวมอยู่ในงบ Consolidate เพราะบริษัทยังมีอำนาจควบคุมอยู่
- **ROCTEC มีแนวโน้มที่ดี** : ปัจจุบัน ROCTEC ทำธุรกิจ ICT Solutions ให้กับระบบขนส่งมวลชนทางรางแถบทวีปเอเชียให้แก่ผู้ให้บริการระบบขนส่งหลายรายทั้งระบบขนส่งทางรางและสนามบิน ดังนั้นมองว่าธุรกิจของ ROCTEC มี synergy กับธุรกิจของ BTS นอกจากนั้น ROCTEC ยังมีผลการดำเนินงานที่ดีโดยในปีบัญชี 2567 (สิ้นสุด 31 มี.ค. 2567) มีกำไรที่ 303.95 ล้านบาท
- **RABBIT ราคา discount จาก NAV มากและจะให้ผลตอบแทนที่ดีในระยะยาว** : บริษัทมองว่าราคา Tender Offer RABBIT ที่ 0.60 บาท discount จาก BV/Share ที่ 1.02 บาทค่อนข้างมาก และแนวโน้ม RABBIT ยังเป็นบวกจาก 1) สัญญาซื้อหุ้น SINGER คืนของคู่อัดดีคักดีภายในสิ้นสุดปี 2570 จะทำให้บริษัทได้เงิน 3.9 พันลบ., และ 2) บริษัทมีแผนขายอสังหาริมทรัพย์ 7 พันลบ. ในปีนี้ และอีก 1 หมื่นลบ. ในปีหน้า ซึ่งเงินที่ได้จะนำมาจ่ายคืนหนี้ลดดอกเบี้ย ส่วนธุรกิจโรงแรมก็มีแนวโน้มที่ดีโดยได้รับอานิสงส์จากธุรกิจท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว
- **สถานะทางการเงินจะดีขึ้นหากเพิ่มทุนสำเร็จ** : อัตราส่วน Adjusted net D/E ณ 31 มี.ค. 67 อยู่ที่ 2.5x ได้ปรับลดลงเหลือ 2.15x หลังบริษัทได้รับเงิน E&M 2.3 หมื่นลบ. จากกทม. คาดว่าเพิ่มทุนได้สำเร็จจะลดลงเหลือเพียง 1 เท่าต้นๆ เท่านั้น ซึ่งจะทำให้อัตราส่วน Net debt/EBITDA ดีขึ้นและอาจทำให้อันดับ TRIS Rating ดีขึ้นได้
- **เรายังมีความเห็นในเชิงลบต่อการเพิ่มทุนในครั้งนี้** : เนื่องจาก 1) การเพิ่มทุนครั้งนี้ส่งผลให้มี EPS dilution ถึง 18%, และ 2) ยังมีผลกระทบในทางลบต่อกำไรของ BTS อีกด้วย แม้ว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากการรับรู้ผลขาดทุนจาก VGI ลดลง (TISCO ประมาณการ VGI ขาดทุนปีนี้ 129 ล้านบาท แต่นักวิเคราะห์ของเรามองว่าธุรกิจ Virtual Bank ที่ VGI จะลงทุนมีความเป็นไปได้ที่จะต้องขาดทุนอย่างน้อย 1-2 ปี) และกำไรจาก ROCTEC มากขึ้น แต่บริษัทจะต้องรับรู้ผลขาดทุนจาก RABBIT เพิ่มมากขึ้น (โดย RABBIT มีผลขาดทุนประจำไตรมาส 1Q24 จำนวน 231.22 ล้านบาท) แม้ว่าแนวโน้ม RABBIT เป็นบวกแต่คาดว่าจะต้องใช้เวลากว่าที่จะกลับมาเป็นกำไร
- **แนะนำ ถือ โดยมีมูลค่าที่เหมาะสมอยู่ที่ 5.50 บาท** : เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ BTS อยู่ที่ 5.50 บาท โดยประมาณการของเรายังไม่รวมการเพิ่มทุน RO และการทำ VTO ROCTEC และ RABBIT เนื่องจากต้องรอดูผลการเพิ่มทุนและ VTO ของหุ้นทั้งสองก่อน เราแนะนำ ถือ สำหรับ BTS เนื่องจากแนวโน้มกำไรยังไม่สดใส ปัจจัยเสี่ยงหลักๆ ของ BTS คือ จำนวนผู้โดยสารของรถไฟฟ้าที่ต่ำกว่าคาด, ขาดทุนจากรถไฟฟ้าสายสีชมพูและเหลืองมากกว่าคาด รวมถึงเศรษฐกิจที่ชะลอตัว

**Forecasts and ratios**

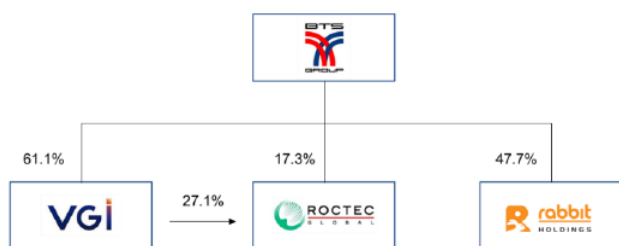
Year Ended December 31	2022	2023	2024	2025E	2026E
Sales (THBm)	25,764	18,018	18,327	15,331	15,663
EBITDA (THBm)	8,243	7,992	8,748	7,976	8,937
Net profit (THBm)	3,825	1,836	-4,754	705	1,167
<i>Net Profit (% chg from prev)</i>	<i>108 %</i>	<i>nm. %</i>	<i>nm. %</i>	<i>nm. %</i>	<i>nm. %</i>
EPS (THB)	0.28	0.13	-0.34	0.05	0.08
EPS (% YoY)	-8.2	-52.0	-358.9	-114.8	65.4
<i>EPS vs Cons (%)</i>	<i>nm</i>	<i>nm</i>	<i>nm</i>	<i>nm</i>	<i>nm</i>
PER (X)	31.6	56.9	-16.1	78.0	47.2
Yield (%)	8.5	7.8	0.0	1.3	2.2
P/BV (X)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (X)	32.3	na.	na.	28.9	26.2
ROE (%)	6.8	2.9	-7.5	1.1	1.8

Source: Company data, TISCO estimates

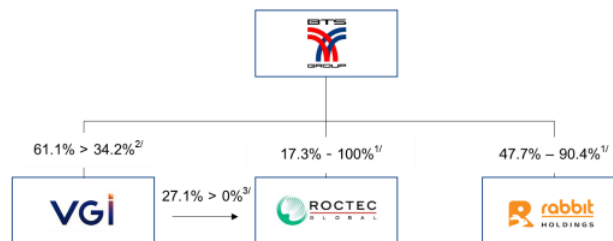
**Figure 1. Sum-of-parts valuation**

Business	NAV	Bt / share	Valuation method
Mass Transit	85,502	6.49	DCF
BMA's unpaid A/R for O&M service	39,000	2.96	
VGI Global Media Pcl. (VGI: Holding 57.1%)	11,487	0.87	SOTP (Target Price Bt1.80)
<b>Value</b>	<b>135,989</b>	<b>10.33</b>	
(-) Net Debt	145,970	11.09	
<b>Net Value</b>	<b>-9,981</b>	<b>-0.76</b>	
<b>Investment</b>			
BTSGIF (BTSGIF : Holding 33%)	8,681	0.66	DCF (Target Price Bt4.50)
MATCH Business (RABBIT : Holding 47.69%)	1,918	0.15	Current share price
<b>Other Project</b>			
Motor Way	2,304	0.17	NAV
Pink and Yellow Line	28,513	2.17	
Property and liquid investments	41,196	3.13	
<b>Target price / share</b>	<b>72,631</b>	<b>5.52</b>	

Source: TISCO estimates

**Figure 2. โครงสร้างกลุ่มบริษัทก่อนการเข้าทำธุรกรรม**


Source: Company data

**Figure 3. โครงสร้างกลุ่มบริษัทหลังการเข้าทำธุรกรรม**


Source: Company data