

20 February 2024

Company Note

Rating

**Under review**

Company

**BTS Group Holdings**

Bloomberg SET Exchange Sector  
 BTS TB BTS SET Transportation & Logistics

**สรุปประเด็นจากการประชุมนักวิเคราะห์**

**12mth price target (THB) (Under review)**

Current price (19/02/2024)	5.60
CG rating	5
ESG rating	n.a.
Thai CAC	Certified

**Share summary**

Issue shares :	(m shrs)	13,167
Market capitalization:	(THB bn)	73.7
	(USD bn)	2.0
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	231
	(USDm)	6
Foreign Limit/Actual	(%)	49/16
Free Float:	(%)	59
NVDR:	(%)	9

**Share price / rel. to SET**



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
BTS	-17.6	-23.8	-30.9
SET	0.3	-2.0	-16.0

**Major Shareholders**

	%
คุณศิริ กาญจนพานิช	20.23
Thai NVDR	10.62
UBS AG Singapore Branch	7.09

Source: SET

Sansanee Srijamjuree  
 ID: 018176  
 (66) 2633 6475  
 sansanee@tisco.co.th

**สรุปประเด็นจากการประชุมนักวิเคราะห์**

- **คาดตั้งด้อยค่าเงินลงทุนไปเกือบหมดแล้ว** : หลังจาก 3Q23/24 ที่บริษัทรับรู้ผลขาดทุนจากการด้อยค่าเงินลงทุนใน KEX จำนวน 3.6 พันล้านบาท (โดยต้นทุนใหม่ของ KEX อยู่ที่ 5.50 บาท/หุ้น) และ การด้อยค่าเงินลงทุนของระบบบิทโฮลด์ลิ่งจำนวน 800 ล้านบาท (ซึ่งส่วนหนึ่งมาจาก SINGER) ไปแล้ว คาดว่าจะไม่มีการตั้งด้อยค่าจำนวนมากอีก อย่างไรก็ตามบริษัทจะมีการประเมินมูลค่าเงินลงทุนใน BTSGIF ใหม่ในเดือนพ.ค.แต่คาดว่าจะไม่มีการตั้งด้อยค่าจำนวนมาก อีกเนื่องจากต้นทุน BTSGIF ของบริษัทไม่สูง ในส่วนหุ้น KEX บริษัทกำลังพิจารณาว่าจะรับข้อเสนอซื้อ Tender offer หรือไม่แต่เราเชื่อว่าบริษัทน่าจะรับเนื่องจากจะช่วยแก้ปัญหาทำให้บริษัทไม่ต้องปันทิกลงขาดทุนจาก KEX อีก
- **หนี้ติดตั้งระบบเดินรถ (E&M) คาดได้รับชำระหนี้ในเดือนมี.ค./เม.ย.** : สำหรับกรณีหนี้ 2.34 หมื่นล้านบาทสำหรับการติดตั้งระบบ E&M โครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียวส่วนต่อขยายที่ 2 ช่วงแบริ่ง-สมุทรปราการและช่วงหมอชิต-สะพานใหม่-คูคต มีความคืบหน้ามากกว่าที่บริษัทคาดการณ์ ทำให้มีความเป็นไปได้ที่อาจจะได้รับชำระหนี้ก่อนนี้ในเดือนมี.ค.หรืออย่างช้าตามกำหนดในช่วงต้นเดือนเม.ย. ซึ่งบริษัทจะนำเงินก้อนนี้ส่วนใหญ่ไปชำระหนี้ ส่วนรายได้ดอกเบี้ยที่หายไปคาดว่าจะอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง
- **รถไฟฟ้าสายสีเขียวและชมพู** : ปัจจุบันจำนวนผู้โดยสารสายสีเขียวอยู่ที่เฉลี่ย 4 หมื่นเที่ยวคนต่อวันในขณะที่สายสีชมพูอยู่ที่ประมาณ 6 หมื่นเที่ยวคนต่อวัน ซึ่งยังต่ำกว่าระดับ Break even ที่ประมาณ 1 แสนเที่ยวคนต่อวันอยู่มาก แต่ที่ระดับปัจจุบัน EBITDA จากทั้งสองสายเป็นบวก แต่จะยังขาดทุนจาก Financing Cost ประมาณสายละ 200 ล้านบาท/ไตรมาส และต้องใช้เวลาประมาณ 3-4 ปีกว่าที่จะถึงระดับ Break even ทั้งนี้บริษัทได้รับเงินอุดหนุนจากรัฐสำหรับสายสีชมพูก้อนแรกจำนวน 2.25 พันล้านบาทแล้ว (และจะได้รับเงินจำนวนนี้ทุกปีเป็นเวลาทั้งหมด 10 ปี) ซึ่งเงินก้อนนี้จะไม่เข้า P&L แต่จะทำให้สภาพคล่องดีขึ้น
- **คาดผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว แนวโน้มน่าจะดีขึ้นในไตรมาสถัด ๆ ไป** : เรามองว่า BTS จะฟื้นตัวดีขึ้นในไตรมาสถัดไป จาก 1) ธุรกิจ MOVE ที่ยังคงเป็นหลักที่มีรายได้สม่ำเสมอจากรับจ้างเดินรถ และคาดส่วนแบ่งกำไรจาก BTSGIF จะเพิ่มขึ้นต่อตามจำนวนผู้โดยสาร รวมทั้งความคืบหน้าคดีความ อย่างไรก็ตามจะมีผลขาดทุนจากสายสีชมพูเพิ่มเข้ามาเริ่มตั้งแต่ 4Q23/24, 2) ธุรกิจ MIX คาดจะฟื้นตัวในธุรกิจสีนอกบ้าน รวมถึงไม่มีส่วนแบ่งขาดทุนจาก KEX อีก (หาก BTS และ VGI รับข้อเสนอซื้อ Tender offer) ส่วนการปรับโครงสร้างการถือหุ้น VGI ล่าสุดที่ BTS ถือหุ้นตรงใน VGI 60.97% แทนที่จะถือบางส่วนผ่าน BTSC จะไม่มีผลต่องบกำไรขาดทุนรวมของ BTS เนื่องจากไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือหุ้นใน VGI ของกลุ่มบริษัทในภาพรวม, 3) ธุรกิจ MATCH คาดส่วนแบ่งขาดทุนจากเงินลงทุนในระบบบิทโฮลด์ลิ่งกับ JMART มีแนวโน้มดีขึ้น
- **อยู่ระหว่างทบทวนประมาณการกำไร มูลค่าที่เหมาะสมและคำแนะนำ** : ผลประกอบการในช่วง 9M23/24 ต่ำกว่าที่คาด ทำให้เราอยู่ระหว่างทบทวนประมาณการกำไร มูลค่าที่เหมาะสมและคำแนะนำสำหรับ BTS ปัจจุบันเสี่ยงมาจากการฟื้นตัวที่ช้ากว่าที่เราคาด และค่าใช้จ่ายจากการให้บริการรถไฟฟ้าสายสีชมพู/เหลืองมากกว่าคาด

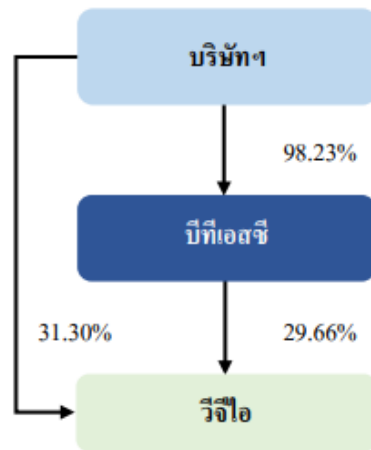
**Forecasts and ratios**

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales (THBm)	25,764	18,018	16,603	16,793	17,729
EBITDA (THBm)	8,243	7,992	10,355	10,863	11,409
Net profit (THBm)	3,825	1,836	1,986	2,174	2,540
EPS (THB)	0.28	0.13	0.14	0.16	0.18
EPS (% YoY)	-8.2	-52.0	8.1	9.5	16.8
PER (X)	33.7	65.7	39.0	35.6	30.5
Yield (%)	6.1	6.1	2.6	2.8	3.3
P/BV (X)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (X)	33.3	35.2	23.5	22.7	21.9
ROE (%)	6.8	2.9	3.1	3.4	4.0

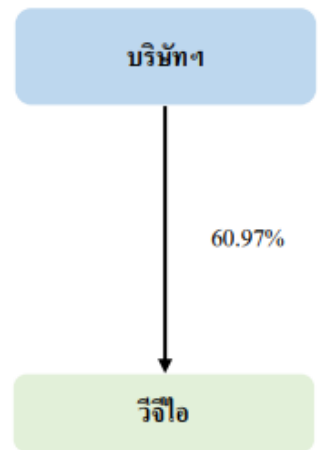
Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. การปรับโครงสร้างการถือหุ้นใน VGI

ก่อนการปรับโครงสร้างการถือหุ้น



หลังการปรับโครงสร้างการถือหุ้น



Source: BTS