

บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (BEM)

ไตรมาส 1/59: คาดผลประกอบการดีต่อเนื่องแต่ราคาหุ้นรับข่าวดีแล้ว

ผลบวกจากการควบรวมกิจการช่วยหนุนให้ผลประกอบการของ BEM ในไตรมาส 1/59 ออกมาดี เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทจะขยายตัวดีต่อเนื่องในปีนี้นอกจากนี้ เราคาดว่าจุดแข็งที่เป็นเอกลักษณ์ของ BEM จะช่วยหนุนให้ผลประกอบการของบริษัทเติบโตขึ้นต่อเนื่องและกำไรสุทธิของบริษัทจะขยายตัวขึ้นอีกมากในอีกหลายปีต่อจากนี้ อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นรับข่าวดีที่เกิดขึ้นหมดแล้ว ดังนั้น เราจึงปรับลดคำแนะนำหุ้นเป็น ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 6.25 บาทขณะที่จุดซื้อกลับอยู่ที่ 5.60 บาท

1Q16 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	1Q16	1Q15	yoy % chg	Remarks
Sales	3,025	2,921	3.6	Increase in both traffic volume and ridership
Gross Profit	1,197	1,197	4.3	
EBITDA	1,899	1,793	5.9	Benefit of merger.
Pre-tax Profit	770	635	21.3	Lower interest rate on subway's loan portion
Tax	(161)	(161)	0.0	
Net Profit	702	578	21.5	
Net Profit (Ex EI)	702	578	21.5	
EPS (Bt)	0.05	0.04	25.0	
Gross margin (%)	41.3	41.0		
EBITDA margin (%)	62.8	61.4		
Net margin (%)	23.2	19.8		

Source: BEM, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

- **ผลประกอบการดี** กำไรสุทธิของ BEM ในไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 702 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 22% yoy ซึ่งใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้แต่มากกว่าที่ตลาดคาดไว้ 17% ด้านยอดขายในไตรมาส 1/59 โตขึ้น 4% yoy อยู่ที่ 3,025 ล้านบาทจากจำนวนรถยนต์เฉลี่ยประจำวันเพิ่มขึ้น 2% yoy อยู่ที่ 1.18 ล้านคันและ ridership เฉลี่ยประจำวันเพิ่มขึ้น 4% yoy อยู่ที่ 272,330 คน แม้ gross margin ยังอยู่ที่ 41% แต่ EBITDA ปรับตัวดีขึ้นอยู่ที่ 63% จาก 61% ในไตรมาส 1/58 จากค่าใช้จ่ายสำนักงานที่ลดลงหลังการควบรวมกิจการ และ จากการที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของรถไฟใต้ดินที่ลดลงจากสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งของบริษัทใหม่ (BEM) ทำให้กำไรสุทธิในไตรมาส 1/59 เพิ่มขึ้น

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	11,234	11,738	14,190	18,396	21,009
EBITDA	7,042	6,974	8,137	10,459	12,106
Operating profit	3,754	3,527	4,337	6,238	7,502
Net profit (rep./act.)	2,745	2,650	3,022	4,502	5,663
Net profit (adj.)	2,208	2,160	3,022	4,502	5,663
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
PE (x)	81.1	44.9	32.1	21.6	17.1
P/B (x)	6.9	3.3	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA (x)	18.6	18.8	16.1	12.6	10.8
Dividend yield (%)	1.9	1.1	1.6	2.3	2.9
Net margin (%)	24.4	22.6	21.3	24.5	27.0
Net debt/(cash) to equity (%)	110.5	120.2	111.1	80.4	55.3
Interest cover (x)	4.9	4.8	6.4	7.7	10.2
ROE (%)	11.7	10.6	11.7	16.4	19.5
Consensus net profit	-	-	2,683	3,742	3,899
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.13	1.20	1.45

Source: BEM, Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ถือ

(Downgraded)

ราคาปัจจุบัน 6.35 บาท

ราคาเป้าหมายปี'59 6.25 บาท

Upside -1.6%

รายละเอียดบริษัท

ให้บริการทางด่วนและรถไฟฟ้าในกรุงเทพฯ และชานเมือง ภายใต้สัมปทานกับการทางพิเศษแห่งประเทศไทยและการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย

Stock Data

GICS sector	Industrials
Bloomberg ticker:	BEM TB
Shares issued (m):	15,285.0
Market cap (Btm):	97,059.8
Market cap (US\$m):	2,748.6
3-mth avg daily t'over (US\$m):	14.4

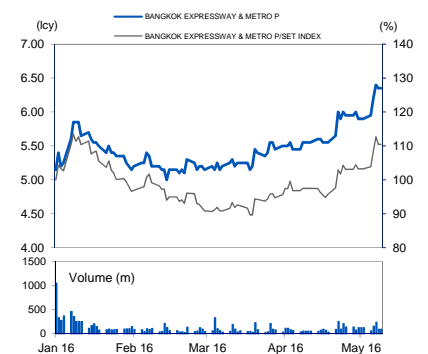
Price Performance (%)

52-week high/low					Bt6.40/Bt5.00
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
14.4	22.1	n.a.	n.a.	n.a.	

Major Shareholders

Ch Karnchang	31.5
Mass Rapid Transit Authority of Thailand	8.2
Krung Thai Bank	6.9
FY16 NAV/Share (Bt)	2.01
FY16 Net Debt/Share (Bt)	2.23

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

Kowit.p@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดผลประกอบการดีขึ้นต่อเนื่องในไตรมาสต่อ ๆ ไป** ด้วยปัจจัยหนุนจากค่าใช้จ่าย SG&A ที่ลดลง และอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลงต่อเนื่องตลอดปีจากการรวมกิจการ เราจึงคาดว่าผลประกอบการของ BEM จะขยายตัวขึ้นต่อเนื่องในไตรมาสต่อ ๆ ไป
- **คาดกำไรหลักโตขึ้น 40% ในปี 59** แม้กำไรสุทธิในไตรมาส 1/59 คิดเป็นเพียงแค่ 23% ของประมาณการรวมทั้งปีของเรา แต่เราคาดว่ากำไรสุทธิจะขยายตัวขึ้นในไตรมาสต่อไปด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) BEM อยู่ระหว่างการ refinance โดยมีแผนออกหุ้นกู้เพื่อลดภาระดอกเบี้ย 2) จากการที่รถไฟฟ้าสายสีม่วงจะเริ่มเปิดให้บริการในเดือน ส.ค.59 ทำให้ BEM จะได้รับตอบแทนที่ประมาณปีละ 2,000 ล้านบาทสำหรับการให้บริการระบบเดินรถ นอกจากนี้ รถไฟฟ้าสายสีม่วงจะยังรองรับผู้โดยสารที่ต้องการเดินทางต่อไปยังรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินเดิมด้วย 3) คาดทางด่วนศรีรัชสายใหม่จะก่อสร้างแล้วเสร็จในเร็ววันนี้และพร้อมที่จะเปิดให้บริการได้ในไตรมาส 4/59 ซึ่งเร็วกว่ากำหนดการเดิมคือในปี 60 ดังนั้น เราคาดว่ากำไรหลักของ BEM ในปี 59 และ 60 จะเติบโตขึ้น 40% และ 49% อยู่ที่ 3,022 ล้านบาทและ 4,502 ล้านบาทตามลำดับตามที่เราคาดการณ์ไว้
- **BLE อาจเพิ่มราคาเป้าหมายให้ BEM อีก 3.60 บาท** BEM เป็นผู้ดำเนินการรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินในขณะนี้ สำหรับในอีก 2 ปีข้างหน้า เราคาดว่ารถไฟฟ้าส่วนต่อขยายใหม่สายสีน้ำเงิน (BLE) จะเปิดให้บริการ อันจะทำให้เกิดเป็นเครือข่ายการเดินทางของสายสีน้ำเงินเป็นรูปวงกลมครอบคลุมครบพื้นที่ในเขตกรุงเทพฯ ขณะนี้รัฐบาลอยู่ระหว่างพิจารณาว่าจะเปิดประมูลสัญญาสัมปทานการเดินทางรถไฟฟ้า BLE หรือเจรจาโดยตรงกับ BEM เพื่อมอบสัญญาสัมปทานการเดินทางรถไฟฟ้า BLE ให้กับบริษัท ซึ่งไม่ว่ารัฐบาลจะตัดสินใจเลือกวิธีไหน BEM ก็อยู่ในจุดที่ได้เปรียบที่จะได้รับสัญญาสัมปทานจากข้อได้เปรียบทางด้านต้นทุนเนื่องจากปัจจุบัน BEM ก็ได้ให้บริการรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินเดิมอยู่แล้ว หาก BEM ชนะหรือได้รับสัมปทานในการให้เดินรถไฟฟ้า BLE เราอาจเพิ่มราคาเป้าหมายของ BEM ขึ้นอีก 3.60 บาท
- **Upside มากขึ้น** จากการที่ BEM เป็นผู้ให้บริการทางด่วนและระบบรถไฟฟ้า เราจึงคาดว่าบริษัท จะได้ประโยชน์อย่างมากจากการโครงการก่อสร้างสาธารณูปโภคของรัฐบาลซึ่งประกอบไปด้วยโครงการก่อสร้างรถไฟฟ้ารางคู่ โมเตอร์เวย์และรถไฟความเร็วสูงซึ่งเป็นกลุ่มงานที่ BEM มีความชำนาญ ดังนั้น เราคาดว่า BEM จะชนะการประมูลโครงการที่จะเกิดขึ้นอีกมากทั้งเป็นผู้รับเหมาเองหรือผู้ดำเนินการ

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- ไม่มี

คำแนะนำ

- **ปรับลดคำแนะนำเป็น ถือ** แม้มีกระแสข่าวดีมากมาย แต่ราคาหุ้นได้มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นมาจนน่าตั้งแต่นั้นที่เราแนะนำซื้อ ครั้งแรกเมื่อช่วงต้นเดือน ม.ค.59 ที่ผ่านมา ราคาหุ้น BEM ในขณะนี้ มี upside จำกัดต่อราคาเป้าหมายของเราที่ 6.25 บาทของด้วยวิธี SOTP ดังนั้น เราจึงปรับลดคำแนะนำหุ้น BEM เป็น ถือ ในขณะนี้ก่อน เราอาจปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นหากเราได้รับข่าวดีเพิ่มเติมจากทางบริษัท ขณะที่จุดซื้ออีกที่อยู่ที่ 5.60 บาท

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

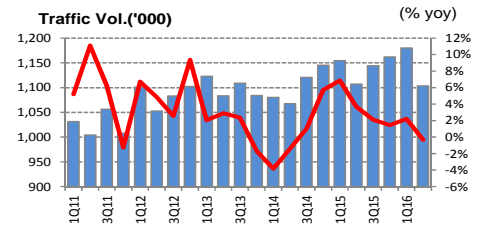
- ชนะการประมูลโครงการ mega projects ใหม่ ๆ

SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value/share (Bt)	Remarks
BEM	86,656	5.67	DCF, discount rate 7%
TTW (19%)	8,270	0.54	market price
CKP (19%)	535	0.04	market price
Total	95,462	6.25	

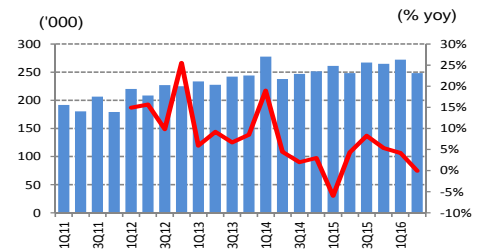
Source: UOB Kay Hian

QUARTERLY AVER. DAILY TRAFFIC GROWTH



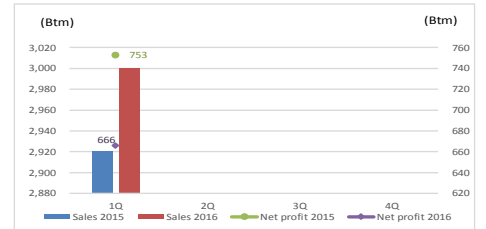
Source: BEM, UOB Kay Hian

QUARTERLY AVER. DAILY RIDERSHIP GROWTH



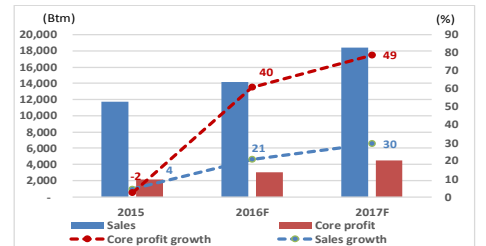
Source: BEM, UOB Kay Hian

QUARTERLY SALES AND CORE EARNINGS



Source: BEM, UOB Kay Hian

SALES AND CORE PROFIT GROWTH



Source: BEM, UOB Kay Hian

GOVERNMENT'S INFRASTRUCTURE PROJECTS

	Projects	Value (Btb)
1	Dual Track	115.4
2	Motorway	160.4
3	Mass Transit	396.6
4	High Speed Train	1,065.8
5	Others	55.5
	Total	1,793.7

Source: UOB Kay Hian