

บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (BEM)

ปัจจัยบวกจากกำไรสุทธิที่โตขึ้นมีน้ำหนักมากกว่าการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิ

เราคาดว่าปัจจัยบวกที่เกิดจากกำไรสุทธิที่คาดโตขึ้น 16% ในปีนี้และ 37% ในปีหน้าหนุนจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงและชาวดีที่มีเข้ามาอย่างต่อเนื่องจะมีน้ำหนักมากกว่าปัจจัยลบที่เกิดจากการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลง ราคาหุ้นของ BEM พร้อมที่จะปรับตัวขึ้นได้อีกหากมีชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับสัมปทานการเดินรถรถไฟฟ้าส่วนต่อขยายของสายสีน้ำเงิน ปรับเพิ่มค่าแนะนำเป็น ชื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 8.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- **ค่าใช้จ่ายลดลงอย่างมากจากการปรับโครงสร้างหนี้สินใหม่** จากการที่ BEM เป็นบริษัทที่ดีและมีผลกำไรทำให้บริษัทฯ สามารถปรับโครงสร้างหนี้สินได้สำเร็จเมื่อช่วงสิ้นเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา ซึ่งประกอบไปด้วยหนี้สินรวมทั้งสิ้น 44,634 ล้านบาทแบ่งเป็นหนี้สินมูลค่า 37,484 ล้านบาทที่มี fixed rate ที่ 2.96% และที่เหลืออีก 7,150 ล้านบาทด้วย floating rate ที่ 3.61% โดยสรุปแล้วสินเชื่อใหม่มี อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยที่ 3.06% เทียบกับอัตราเก่าที่ 4.62% บริษัทฯ คาดว่ามูลค่าสินเชื่อรวมจะเพิ่มขึ้นเป็น 48,484 ล้านบาทเมื่อมีการ draw down หมดทั้งจำนวน เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยใหม่จะช่วยทำให้ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยของ BEM ลดลงประมาณปีละ 400-500 ล้านบาทในอีก 2-3 ปีข้างหน้าและจะช่วยทำให้ cash flow ของบริษัทเพิ่มขึ้นถึง 2,613 ล้านบาทในอีก 12 ปีข้างหน้าซึ่งคิดเป็น 10-18% ของกำไรสุทธิของ BEM นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีแผนที่จะออกพันธบัตรอีก 33,000 ล้านบาทซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกที่เพิ่มขึ้นของบริษัทฯ
- **อัตราการเติบโตของทางด่วนและรถไฟฟ้าใต้ดินยังอยู่ในระดับต่ำ** แม้จำนวนรถยนต์ที่ใช้ทางด่วนยังคงเติบโตขึ้นต่อเนื่องที่ 2.5% yoy อยู่ที่ 1.16 ล้านคัน/วันและจำนวนผู้ใช้บริการรถไฟฟ้าใต้ดินก็ขยายตัว 4% yoy อยู่ที่ 267,740 คน/วัน ในช่วง 1H59 แต่ตัวเลขที่ออกมาถือว่าอยู่ในระดับต่ำเนื่องจากภาวะเศรษฐกิจยังอ่อนแอ ประกอบกับไม่มีการให้บริการในเส้นทางใหม่ ๆ เพิ่มขึ้น ในส่วนของรถไฟฟ้าใต้ดิน เราคาดว่า farebox revenue จะลดลงเนื่องจาก BEM ไม่สามารถปรับเพิ่มค่าโดยสารได้ตามกำหนดในเดือน ก.ค.59 ทั้งนี้ การปรับเพิ่มค่าโดยสารจะอิงจากอัตราเงินเฟ้อประจำปีที่สูงสุดลงเมื่อเดือน ก.ค.59 ซึ่งเป็นค่าติดลบแทนที่จะเป็นบวก
- **ความคืบหน้าของสัมปทานของส่วนต่อขยายของรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน** แม้การก่อสร้างส่วนต่อขยายของรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินคาดว่าจะเสร็จสมบูรณ์ในปีหน้าหรือต้นปี 61 แต่รัฐบาลยังคงไม่มีความคืบหน้าในการเจรจากับ BEM เกี่ยวกับสัมปทานในการเดินรถส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินมูลค่า 22,000 ล้านบาท เนื่องจากส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินเป็นส่วนหนึ่งของสายสีน้ำเงินเดิมซึ่งทาง BEM เป็นผู้ดำเนินการอยู่ในขณะนี้ทำให้บริษัทฯ อยู่ในตำแหน่งที่ดีที่จะได้เปรียบด้านต้นทุนมากที่สุด จากการที่นายกรัฐมนตรีอนุมัติใช้มาตรา 44 (นายกรัฐมนตรีมีอำนาจเบ็ดเสร็จ) หมายความว่าขั้นตอนการเจรจาในการให้สัมปทานกับ BEM จะต้องได้ข้อยุติในอีก 4-5 เดือนต่อจากนี้ ซึ่งหากดีขึ้นจริง เราอาจจะเพิ่มราคาเป้าหมายของ BEM ขึ้นอีก 3.00 บาท

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	11,234	11,738	13,155	16,261	18,302
EBITDA	7,042	6,974	7,273	8,614	9,857
Operating profit	3,754	3,527	3,599	4,621	5,598
Net profit (rep./act.)	2,745	2,650	2,508	3,444	4,290
Net profit (adj.)	2,208	2,160	2,508	3,444	4,290
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
PE (x)	87.5	48.5	41.8	30.4	24.4
P/B (x)	7.4	3.6	3.5	3.2	3.0
EV/EBITDA (x)	19.9	20.0	19.2	16.2	14.2
Dividend yield (%)	1.8	1.0	1.2	1.6	2.0
Net margin (%)	24.4	22.6	19.1	21.2	23.4
Net debt/(cash) to equity (%)	110.5	120.2	115.8	90.0	67.6
Interest cover (x)	4.9	4.8	5.8	7.5	9.2
ROE (%)	10.8	9.6	8.5	11.0	12.7
Consensus net profit			2,735	3,768	4,322
UBI/BNIC consensus (x)			20.9	10.9	9.6

ราคาหุ้นของ BEM ที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูล โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำเอกสารนี้ขอสงวนสิทธิ์ในสิ่งที่ปรากฏและขอสงวนสิทธิ์ในการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า ภายหลังจากที่ข้อมูลดังกล่าวได้ใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือให้คำแนะนำใดๆ ในลักษณะใดก็ตาม ทั้งนี้ ราคาหุ้นที่ปรากฏในรายงาน n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as 'n.m.

ชื่อ

(Upgraded)

ราคาปัจจุบัน	6.85 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	8.00 บาท
Upside	+16.8%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	6.25 บาท)

รายละเอียดบริษัท

ให้บริการทางด่วนและรถไฟฟ้าในกรุงเทพฯ และชานเมือง ภายใต้สัมปทานกับการทางพิเศษแห่งประเทศไทยและการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย

Stock Data

GICS sector	Industrials
Bloomberg ticker:	BEM TB
Shares issued (M):	15,285.0
Market cap (Btm):	104,702.3
Market cap (US\$m):	2,996.1
3-mth avg daily t'over (US\$m):	19.8

Price Performance (%)

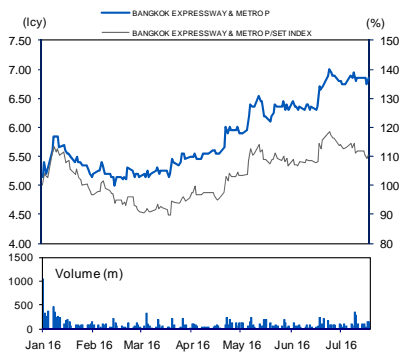
52-week high/low	Bt7.00/Bt5.00			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
2.2	23.4	24.5	n.a.	n.a.

Major Shareholders

Ch Kamchang	%
Mass Rapid Transit Authority of Thailand	31.5
Krung Thai Bank	8.2
	6.9

FY16 NAV/Share (Bt)	1.98
FY16 Net Debt/Share (Bt)	2.29

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

Kowit.p@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดผลประกอบการไตรมาส 2/59 ลดลง yoy** เราคาดว่ายอดขายของ BEM ในไตรมาส 2/59 จะเติบโตขึ้นต่อเนื่องที่ 2% yoy อยู่ที่ 2,929 ล้านบาทจากจำนวนรถยนต์ที่ใช้ทางด่วน/วัน และจำนวนผู้ใช้บริการรถไฟฟ้าใต้ดิน/วัน ที่เพิ่มขึ้น 2.7% และ 3.7% yoy ตามลำดับเนื่องจากประชาชนต้องการหาวิธีที่เลี่ยงรถติดในกรุงเทพฯ อย่างไรก็ดี เราคาดว่า EBITDA margin ในไตรมาส 2/59 จะหดตัวลง yoy อยู่ที่ 55% จากค่าธรรมเนียมการปรับโครงสร้างหนี้ที่เกิดขึ้นเพียงแค่ครั้งเดียว ดังนั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 จะอ่อนตัวลง 18% yoy อยู่ที่ 550 ล้านบาท หากไม่รวมรายการดังกล่าว เราคาดว่ากำไรสุทธิจะยังขยายตัวขึ้น 6% yoy

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิ** จากการที่ BEM ไม่สามารถปรับเพิ่มราคาค่าโดยสารขึ้นตามกำหนดในเดือน ก.ค.59 และเพื่อสะท้อนค่าธรรมเนียมที่เกิดขึ้นเพียงแค่ครั้งเดียวจากการปรับโครงสร้างหนี้ เราจึงปรับลดประมาณการยอดขายและกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ของเราลง
- **กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น** จากประมาณการใหม่ของเรา เราคาดว่ายอดขายของ BEM ในปี 59 และ 60 จะยังคงเติบโตขึ้น 12% และ 24% yoy อยู่ที่ 13,155 ล้านบาทและ 16,261 ล้านบาทตามลำดับ หนุ่่นจากกำไรจากทางด่วนศรีรัชใหม่และการเริ่มให้บริการรถไฟฟ้าสายสีม่วงตั้งแต่เดือน ส.ค. เป็นต้นไป แม้ยอดขายจะถูกกดดันและมีค่าปรับเกิดขึ้น แต่ BEM ยังมีปัจจัยหนุนจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงตั้งแต่ช่วง 2H59 เป็นต้นไปซึ่งคาดว่าจะช่วยเพิ่มกำไรสุทธิอีก 9% (ครึ่งปี) และ 15% ให้กับกำไรสุทธิของ BEM ในปี 59 และ 60 ตามลำดับ ดังนั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BEM จะขยายตัวขึ้น 16% และ 37% yoy อยู่ที่ 2,508 ล้านบาทและ 3,444 ล้านบาทในปี 59 และ 60 ตามลำดับ

คำแนะนำ

- **ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 8.00 บาท** เราคาดว่า cash flow ที่ 2,613 ล้านบาทจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงในอีก 12 ปีข้างหน้าจะช่วยชดเชยปัจจัยลบที่เกิดขึ้นจากการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในระยะสั้นได้ ดังนั้น เราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายของเราเป็น 8.00 บาทจาก cash flow ที่สูงขึ้น ภายใต้การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธี SOTP valuation
- **ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น ชื้อ** ด้วยปัจจัยหนุนจากกำไรสุทธิที่โตขึ้นอย่างน่าประทับใจและข่าวดีที่รออยู่จำนวนมาก เราจึงปรับเพิ่มคำแนะนำหุ้น BEM เป็น ชื้อ และคาดการณ์ราคาเป้าหมายน่าจะมีการปรับเพิ่มขึ้นอีกตามข่าวดีต่างๆที่จะตามมาในอนาคต

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- เราอาจเพิ่มราคาเป้าหมายหุ้น BEM ขึ้นอีก 3.00 บาทหาก BEM ได้สัมปทานในการเดินรถต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน
- การประมูลรถไฟฟ้า: สายสีส้ม ชมพูและเหลือง

REVISION OF FORECASTS

(Btm)	2016F			2017F		
	Old	New	%chg	Old	New	%chg
Sales	14,190	13,155	-7%	18,396	16,261	-12%
Net profits	3,022	2,508	-17%	4,502	3,444	-23%

Source: UOB Kay Hian

SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value/share (Bt)	Remarks
BEM	112,482	7.36	DCF, discount rate 7%
TTW (19%)	543	0.04	market price
CKP (19%)	9,295	0.61	market price
Total	122,321	8.00	

Source: UOB Kay Hian

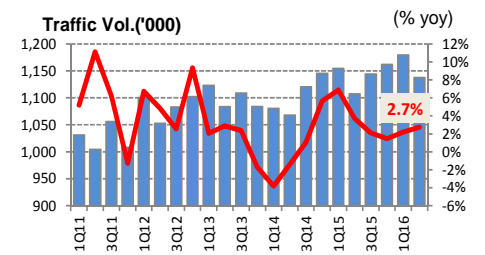
2Q16 RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	2Q16F	yoy % chg	qoq % chg	2H16F	yoy % chg
Sales	2,929	2.4	(3.2)	5,954	3.0
Gross Profit	1,194	(16.3)	(4.4)	2,443	(6.9)
EBITDA	1,599	0.1	(15.8)	3,498	3.2
Pre-tax Profit	565	(16.4)	(26.6)	1,335	1.8
Tax	(113)	(10.3)	(29.8)	(274)	(4.5)
Net Profit	550	(18.2)	(21.7)	1,252	0.2
Net Profit (Ex EI)	550	(18.2)	(21.7)	1,252	0.2
EPS (Bt)	0.04	(95.6)	(28.0)	0.09	(89.9)
Gross margin (%)	40.8			41.0	
EBITDA margin (%)	54.6			58.8	
Net profit margin (%)	18.8			21.0	

ราคาและกำไร/วันโดยข้อมูลล่าสุดที่ปรากฏและที่ 8.00 บาทเป็นราคาที่ซื้อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและ/หรือการรับประกันของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำข้อมูลนี้ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนหรือการชื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

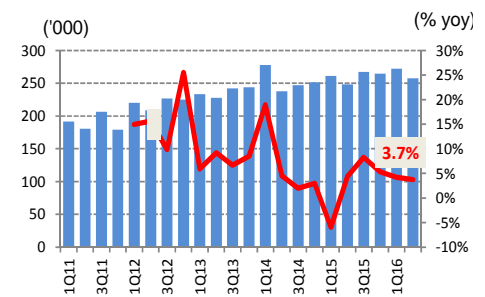
Source: UOB Kay Hian

QUARTERLY AVER. DAILY TRAFFIC GROWTH



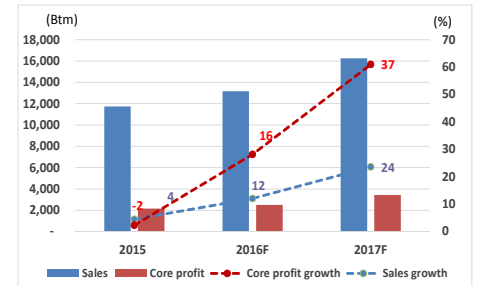
Source: BEM, UOB Kay Hian

QUARTERLY AVER. DAILY RIDERSHIP GROWTH



Source: BEM, UOB Kay Hian

SALES AND CORE PROFIT GROWTH



Source: BEM, UOB Kay Hian

LOWER RATES ON NEW STRUCTURING LOANS

	Loans	Portion	New Rate	Old Rate
Fixed				
Loan	22,484	50%	3.03%	
Debtenture	15,000	34%	2.86%	
Total	37,484	84%	2.96%	
Floating				
Loan	7,150	16%	3.61%	
Grand total	44,634	100%	3.06%	4.62

Source: BEM, UOB Kay Hian

CASH FLOW FROM INTEREST SAVING

(Btm)	2016F	2017F	2018F-----	2027F
Old rate	1,707	1,647	1,505	
New rate	1,253	1,144	1,072	
Savings	455	503	433-----	sum 2,631
% of profit	18.1%	14.6%	10.1%	

Source: UOB Kay Hian