

บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (BEM)

ไตรมาส 2/59: กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นเล็กน้อย yoy แต่คาดว่าจะเติบโตดีในช่วง 2H59

กำไรสุทธิของ BEM เติบโตขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 2/59 ด้วยสาเหตุหลักจากค่าปรับที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียวจากการปรับโครงสร้างหนี้สิน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาสต่อไปจะขยายตัวดีขึ้น นอกจากนี้ จากการที่คาดว่า BEM น่าจะได้รับสัญญาสัมปทาน BLE เราจึงได้รวมผลบวกจากสัมปทานในประมาณการของเราและปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 10.00 บาท คงคำแนะนำซื้อ เนื่องจากราคาหุ้นยังไม่ได้รับรู้ผลบวกอย่างเต็มที่ของสัมปทาน BLE

2Q16 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	2Q16	yoy % chg	1H16	Yoy % chg	Remarks
Sales	2,919	2.1	5,944	2.9	Increasing traffic volume ridership.
Gross Profit	1,213	6.8	2,462	5.5	
EBITDA	1,836	6.1	3,735	6.0	Lower repair & maintenance expenses.
Pre-tax Profit	509	1.8	1,279	12.7	One-time expenses on penalty fee from debt restructuring.
Tax	(105)	(16.7)	(266)	(7.3)	
Net Profit	504	1.6	1,206	12.3	
Net Profit (Ex EI)	504	1.6	1,206	12.3	
EPS (Bt)	0.03	0.0	0.08	14.3	
Gross margin (%)	41.6		41.4		
EBITDA margin (%)	62.9		62.8		
Net margin (%)	17.3		20.3		

Source: Bangkok Expressway and Metro, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

- กำไรสุทธิไตรมาส 2/59 โตขึ้นเล็กน้อยจาก one-time expense BEM รายงานกำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 ที่ 504 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 2% yoy ซึ่งต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 8% และ 17% ตามลำดับด้วยสาเหตุหลักจากค่าปรับจากการปรับโครงสร้างหนี้ที่สูงกว่าคาดอยู่ที่ 212 ล้านบาทเทียบกับประมาณการของเราที่ 150 ล้านบาท หากไม่รวมรายการดังกล่าว กำไรสุทธิจะออกมาใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้ ด้านยอดขายในไตรมาส 2/59 อยู่ที่ 2,919 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 2% yoy หนุนจากจำนวนรถยนต์ที่ใช้ทางด่วนเฉลี่ยต่อวันที่เพิ่มขึ้น, จากราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำและการขยายตัวของตัวเมือง นอกจากนี้ จำนวนผู้ใช้บริการรถไฟฟ้าใต้ดินเฉลี่ยต่อวันที่มากขึ้นยังช่วยหนุนให้ยอดขายโตขึ้นในไตรมาส 2/59 ในส่วนของ gross และ EBITDA margins ในไตรมาส 2/59 ขยายตัวขึ้น yoy อยู่ที่ 4.2% (ไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 4.0%) และ 6.1% (ไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 6.1%) ตามลำดับจากต้นทุนในการซ่อมแซมที่ลดลง

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	5,597
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)	102.8	57.0	49.1	35.7	28.7
P/B (x)	8.7	4.2	4.1	3.8	3.5
EV/EBITDA (x)	22.3	22.6	21.6	18.3	16.0
Dividend yield (%)	1.5	0.9	1.0	1.4	1.7
Net margin (%)	24.4	22.6	19.1	21.2	23.4
Net debt/(cash) to equity (%)	110.5	120.2	113.2	118.4	126.3
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	3,723	4,270
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.92	0.92	1.00

Source: Bangkok Expressway and Metro, Bloomberg, UOB Kay Hian

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	8.05 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	10.00 บาท
Upside	+24.2%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	8.00 บาท

รายละเอียดบริษัท

ให้บริการทางด่วนและรถไฟฟ้าในกรุงเทพฯ และชานเมือง ภายใต้สัมปทานกับการทางพิเศษแห่งประเทศไทยและการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย

Stock Data

GICS sector	Industrials
Bloomberg ticker:	BEM TB
Shares issued (m):	15,285.0
Market cap (Btm):	123,044.3
Market cap (US\$m):	3,540.5
3-mth avg daily t'over (US\$m):	34.4

Price Performance (%)

52-week high/low	Bt8.50/Bt5.00			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
19.3	29.8	49.1	n.a.	n.a.

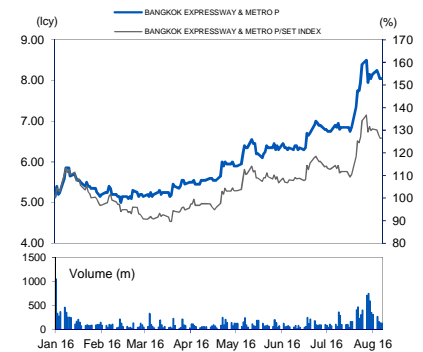
Major Shareholders

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

FY16 NAV/Share (Bt) 1.98

FY16 Net Debt/Share (Bt) 2.24

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

Kowit.p@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- คาดผลประกอบการไตรมาส 3/59 ออกมาดี** แม้กำไรสุทธิของ BEM ในไตรมาส 2/59 ได้รับผลกระทบจากค่าปรับที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียวจากการปรับโครงสร้างหนี้สิน ซึ่งมูลค่านี้มีจำนวนสูงถึง 44,634 ล้านบาท เราคาดว่าค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจะปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 2H59 และปี 60 เนื่องจากโครงสร้างหนี้ใหม่มีอัตรากำไรดอกเบี้ยเฉลี่ยที่ 3.06% เทียบกับค่าเฉลี่ยเดิมที่ 4.62% นอกจากนี้ อุตสาหกรรมกำลังเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นในช่วง 2H59 ขณะที่ราคาน้ำมันก็ยังคงอยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้แล้ว ในไตรมาส 3/59 เราคาดว่ารายได้และกำไรสุทธิของ BEM จะขยายตัวขึ้นหนุนจากการเปิดให้บริการของรถไฟฟ้าใต้ดินสายสีม่วงตั้งแต่วันที่ 8 ส.ค. และการเปิดให้บริการโทลเวย์ใหม่ได้แก่ทางด่วนศรีรัช ถนนวงแหวนตะวันตก ตั้งแต่วันที่ 22 ส.ค.59 ดังนั้น เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทจะออกมาดีในไตรมาส 3/59
- คาด BEM จะได้สัมปทาน BLE** นายกรัฐมนตรีได้ใช้สิทธิ์พิเศษตามมาตรา 44 สั่งการให้มีการเจรจาเรื่องสัมปทานการเดินรถส่วนต่อขยายของรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน (BLE) โดยตรงกับ BEM โดยไม่ต้องผ่านขั้นตอนต่างๆ ตามปกติ โดยให้แล้วเสร็จภายในปีนี้ ทำให้เราคาดว่า BEM น่าจะได้สัมปทานการเดินรถส่วนต่อขยายของรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินมูลค่า 22,000 ล้านบาท ทั้งนี้เนื่องจาก BEM จะเป็นผู้ประกอบการที่มีค่าใช้จ่ายต่ำที่สุดเนื่องจาก BEM เป็นผู้ประกอบการเดินรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินเดิมอยู่แล้ว เราคาดว่าขั้นตอนในการดำเนินการทั้งหมดรวมทั้งการประกาศผู้ชนะสัมปทานน่าจะแล้วเสร็จในช่วงสิ้นปี 59 เพื่อที่ว่า BLE จะสามารถเปิดให้บริการได้ในปี 62 โดยการคาดการณ์จากประสบการณ์ของบริษัท เราคาดว่า BEM จะเป็นผู้ได้รับสัมปทานในที่สุด ดังนั้น เราจึงได้รวมสัมปทาน BLE ใน valuation ของ BEM
- คาดสัมปทาน BLE จะช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับ BEM อีก 2.02 บาท/หุ้น** เนื่องจากยังไม่มีรายละเอียดของสัญญาสัมปทาน BLE ออกมา เราจึงได้ทำการประเมินมูลค่าของ BEM โดยอิงจากสมมติฐานของการดำเนินการรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินในปัจจุบัน โดยสัมปทาน BLE จะเป็นไปในรูปแบบ PPP net cost model มีระยะเวลา 25 ปี (ปี 52-86) ซึ่งหมายความว่า BEM จะรับผิดชอบในการจัดซื้อขบวนรถไฟฟ้ารวมทั้งการดำเนินงานของระบบรถไฟฟ้าและการเก็บค่าโดยสารจากลูกค้า สำหรับรายได้จากค่าโดยสารจะถูกแบ่งให้กับเจ้าของสัมปทานซึ่งก็คือการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย นอกจากนี้ BEM ยังมีสิทธิ์ที่จะบริหารและพัฒนาพื้นที่เชิงพาณิชย์ตลอดเส้นทางรถไฟฟ้ารวมทั้งในสถานีรถไฟฟ้าด้วย เราคาดว่าแหล่งเงินทุนของ BEM จะมาจากสินเชื่อในระยะยาวด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ปีละ 4% และคาด discounted net present value ของ BLE จะอยู่ที่ 30,909 ล้านบาทหรือที่ 2.02 บาท/หุ้น BEM

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- ไม่มี** เนื่องจากเราคาดว่า BEM จะเริ่มการเดินรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินส่วนต่อขยาย ตั้งแต่ปี 62 เป็นต้นไปและกำไรสุทธิในช่วง 1H59 คิดเป็น 48% ของประมาณการรวมทั้งปีของเรา เราจึงคงประมาณการยอดขายและกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ไว้ตามเดิม

คำแนะนำ

- ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 10.00 บาท** จาก cash flow ที่คาดเพิ่มขึ้นจากการรวมสัมปทาน BLE เข้ามาในประมาณการ เราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายของเราขึ้นเป็น 10.00 บาทอิงด้วยวิธี SOTP
- คงคำแนะนำซื้อ** เนื่องจาก BEM เป็นผู้ประกอบการภาคเอกชนเพียงรายเดียวที่สามารถให้บริการทั้งรถไฟฟ้าใต้ดินและทางด่วน ประกอบกับมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง และยังเป็นบริษัทลูกของ CK (ผู้รับเหมารายใหญ่ที่สุดอันดับ 2 ของประเทศไทย) เราจึงคาดว่า BEM จะได้ประโยชน์อย่างมากจากการก่อสร้างโครงการสาธารณูปโภคที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่าราคาหุ้นยังไม่ได้รวมผลประโยชน์ทั้งหมดที่คาดว่า BEM จะได้จากสัมปทาน BLE นอกจากนี้ ทาง BEM ยังมีปัจจัยหนุนเพิ่มเติมอีกมากมาย เช่น การขยายระยะเวลาของสัมปทานเดิมออกไปอีก การปรับโครงสร้างหนี้เพิ่มเติม และการนำบริษัทในเครือซึ่งให้บริการเชิงพาณิชย์ในสถานีรถไฟฟ้าใต้ดินเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

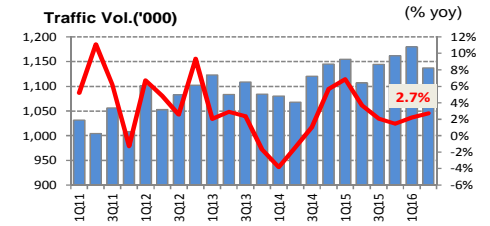
- การชนะประมูลโครงการสาธารณูปโภค**

SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value/share (Bt)	Remarks
BEM: -Toll-road& Blue Line	112,482	7.36	DCF, discount rate 7%
BLE	30,909	2.02	DCF, discount rate 7%
CK (49%)	8,225	0.58	market price
CK (49%)	585	0.04	market price

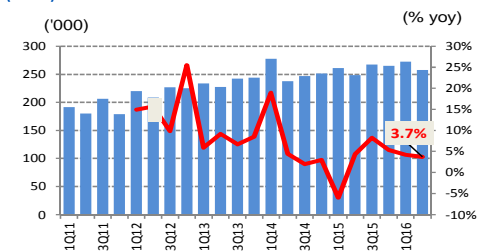
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าถูกต้องและเชื่อถือได้แต่ไม่เป็นการรับประกันว่าจะมีความถูกต้องและเชื่อถือได้เสมอไป ผู้จัดทำไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายหรือการขาดทุนใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลในรายงานฉบับนี้ หรือการนำข้อมูลไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนโดยไม่ได้อาศัยการปรึกษาจากผู้จัดทำรายงานฉบับนี้

QUARTERLY AVER. DAILY TRAFFIC GROWTH (YOY)



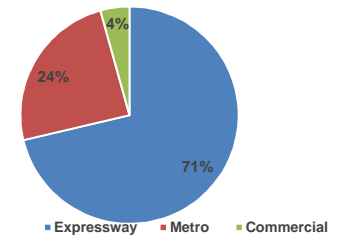
Source: BEM, UOB Kay Hian

QUARTERLY AVER. DAILY RIDERSHIP GROWTH (YOY)



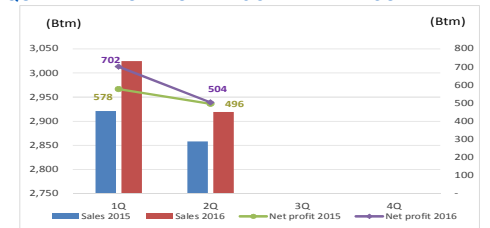
Source: BEM, UOB Kay Hian

SALES BREAKDOWN



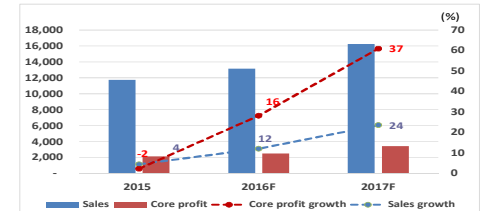
Source: BEM, UOB Kay Hian

QUARTERLY SALES AND CORE EARNINGS



Source: BEM, UOB Kay Hian

SALES AND CORE PROFIT GROWTH



Source: BEM, UOB Kay Hian