

BUY (Unchanged)

TP: Bt 4.00 (From Bt4.60)

24 APRIL 2024

Change in Numbers

Upside : 11.7%

BTS Rail Mass Transit (BTSGIF TB)

ยังคงให้อัตรผลตอบแทนที่ดี

เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารฟื้นตัวช้ากว่าคาด เราจึงปรับลดประมาณการกำไรของ BTSGIF ลง ด้วยปรับมาใช้ปีฐาน FY25 จึงทำให้ระยะเวลาถึงวันครบกำหนดสั้นลง ราคาเป้าหมายของเราจึงลดลงเหลือ 4 บาท/หน่วย อย่างไรก็ตาม เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยให้ IRR ที่ดีที่ 12% หากนักลงทุนซื้อและถือไว้จนครบอายุ



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 4 บาท/หน่วย

จำนวนผู้โดยสารของ BTSGIF ฟื้นตัวเป็น 82% ของระดับปี FY20 ในปี FY24 (BTSGIF สิ้นงวดเดือนมีนาคม) และเราเชื่อว่าเป็นผลมาจาก new Normal ที่บางคนทำงานจากที่บ้านหลังวิกฤตโควิด-19 ดังนั้นเราจึงปรับลดสมมติฐานจำนวนผู้โดยสารของเราลง 12-13% เหลือ 214 ล้านเที่ยวในปี FY25F (เทียบกับเป้าหมายของ BTSGIF ที่จำนวนผู้โดยสารอยู่ที่ 215-225 ล้านเที่ยว) และ 218 ล้านเที่ยวในปี FY26F และปรับลดประมาณการกำไรของเราลง 6-9% นอกจากนี้ ด้วยมีลักษณะเหมือนหุ้นกู้ชนิดทยอยคืนเงินต้นที่มูลค่าหน่วยถูกตัดจำหน่ายตลอดอายุสัมปทานของสายสีเขียวหลักและกลายเป็นศูนย์เมื่อสิ้นสุดสัมปทานในเดือนธันวาคม 2029 การปรับมาใช้ราคาเป้าหมายปีฐาน FY25F จึงส่งผลให้ราคาเป้าหมายของเราลดลงเหลือ 4 บาท/หน่วย (จาก 4.6 บาท)

ยังคงให้ IRR ที่ 12%, คงคำแนะนำ "ซื้อ"

แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BTSGIF ด้วยยังคงให้ IRR ที่ดีที่ 12% ด้วยเราให้สมมติฐานการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารที่ระมัดระวังมากขึ้นที่ 10% y-y ในปี FY25F (หรือ 90% ของปี FY20) และ 2% y-y ต่อปี ในปี FY26-30F (หรือ 92-100% ของปี FY20) และค่าโดยสารเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 2.5% ทุกๆ สองปี เราจึงคาดว่ากำไรที่เติบโตเฉลี่ยที่ 4% ต่อปี ในปี FY25-30F ด้วยอัตราการจ่ายปันผลที่ 100% เราคาดว่า capital return ที่ให้แก่ผู้ถือหุ้นจะอยู่ที่ 5.2 บาท/หน่วยในปี FY25-30F หากนักลงทุนซื้อ BTSGIF และถือไว้จนครบกำหนด ซึ่งคิดเป็น IRR ที่ 12% แม้ในกรณีที่เลวร้ายที่สุด เมื่อเราสมมติให้จำนวนผู้โดยสารอยู่ที่ 82% ของระดับปี FY20 ในปี FY25-30F เราคาดว่า capital return รวมจะอยู่ที่ 4.4 บาท/หน่วย ในปี FY25-30F และ IRR ที่ 6.6%

BTSGIF มีเป้าหมายในเชิงรุกมากขึ้น

BTSGIF และบริษัทประเมิน American Appraisal (Thailand) Ltd. (AATL) คาดการณ์ในเชิงรุกมากกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ โดยคาดว่าจำนวนผู้โดยสารจะเติบโตเฉลี่ยที่ 9.1% ต่อปี ในปี FY25-30F และอัตราค่าโดยสารเติบโตเฉลี่ยที่ 2.2% ต่อปี ซึ่งอาจบ่งชี้ถึงการเติบโตเฉลี่ยของกำไรปกติที่ 11% ต่อปี ในปี FY24-30F capital return ที่ให้แก่ผู้ถือหุ้นจะอยู่ที่ 6.9 บาท/หน่วย และ IRR ที่ 21.4%

ไม่รวมการซื้อสินทรัพย์ใหม่ในประมาณการ

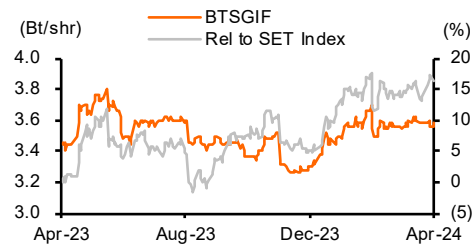
แม้ BTSGIF มีแผนที่จะซื้อรายได้ค่าโดยสารเพิ่มเติมจาก บมจ. บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ (BTS "ซื้อ") แต่เราไม่ได้รวมแผนใดๆ เข้ามาในประมาณการของเรา เนื่องจาก 1) การซื้อรายได้ค่าโดยสารสุทธิจากรถไฟฟ้าสายหลักสีเขียวเพิ่มเติมต้องรอการเจรจาระหว่าง BTS กับรัฐบาลเพื่อขยายสัมปทานได้สำเร็จก่อน ซึ่งคาดว่าจะไม่เกิดขึ้นเร็วๆ นี้ 2) การซื้อรายได้ค่าโดยสารสุทธิจากรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสีเหลืองคงไม่เกิดขึ้นเร็วๆ นี้ เนื่องจากเส้นทางเหล่านั้นยังคงขาดทุน และ 3) การซื้อรายได้ O&M จากส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีเขียวไม่น่าจะเป็นไปได้ เนื่องจากรายได้ O&M ไม่เข้าเกณฑ์กองทุนโครงสร้างพื้นฐานของ ก.ล.ต.

COMPANY VALUATION

Y/E Mar (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	3,455	4,702	4,854	4,958
Net profit	3,290	1,300	723	100
Norm profit	3,400	4,640	4,789	4,891
Consensus NP	—	4,193	4,583	4,972
Diff frm cons (%)	—	10.7	4.5	(1.6)
Prev. Norm profit	—	4,526	5,279	5,221
Chg frm prev (%)	—	2.5	(9.3)	(6.3)
Norm EPS (Bt)	0.6	0.8	0.8	0.8
Norm EPS grw (%)	288.5	36.5	3.2	2.1
Norm PE (x)	6.1	4.5	4.3	4.2
EV/EBITDA (x)	6.1	4.5	4.3	4.2
P/NAV (x)	0.5	0.6	0.6	0.7
Cash div yield (%)*	16.4	22.4	23.1	23.6
Effective yield (%)**	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	8.6	12.1	13.9	16.3
Net D/E (%)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)

Note: * Dividend from operations and capital reduction
** Dividend from operations

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 24-Apr-24 (Bt)	3.58
Market Cap (US\$ m)	559.2
Listed Shares (m shares)	5,788.0
Free Float (%)	64.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.4
12M Price H/L (Bt)	3.80/3.26
Sector	Transportation
Major Shareholder	BTS Group Holdings 33.33%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

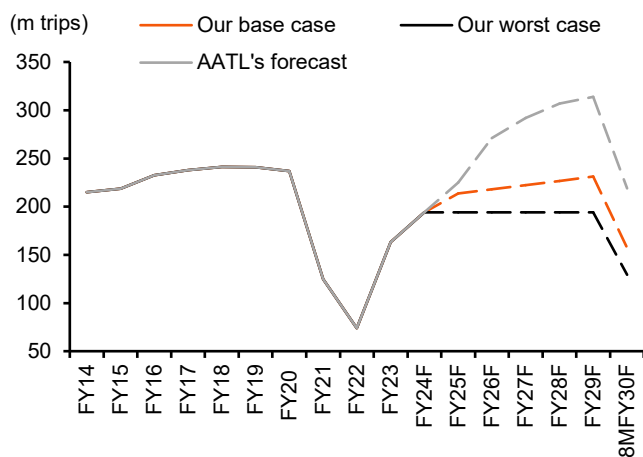
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



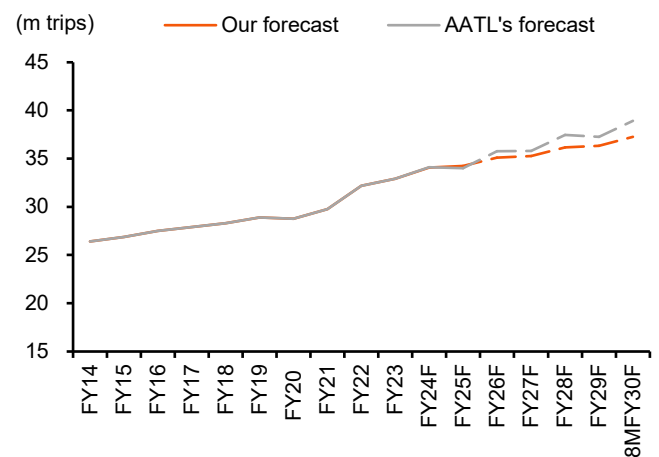
Ex 1: Key Assumption Changes

FY end (Mar)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Ridership (m trips)						
New	124.9	74.2	163.3	194.3	213.8	218.0
Old				205.8	244.4	248.0
Change (%)				(5.6)	(12.5)	(12.1)
Average fare (Bt/trip)						
New	29.7	32.2	32.9	34.1	34.2	35.1
Old				34.1	34.2	34.4
Change (pp)				—	—	2.0
Operating & maintenance costs (Bt m)						
New	1,607	1,446	1,920	1,918	2,465	2,694
Old				2,389	2,976	3,203
Change (pp)				(19.7)	(17.2)	(15.9)
Normalized profit (Bt bn)						
New	2,037	875	3,400	4,640	4,789	4,891
Old				4,526	5,279	5,221
Change (pp)				2.5	(9.3)	(6.3)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Our Ridership Forecasts Vs. AATL's

Sources: BTSGIF, AATL, Thanachart estimates

Ex 3: Our Fare Forecasts Vs. AATL's

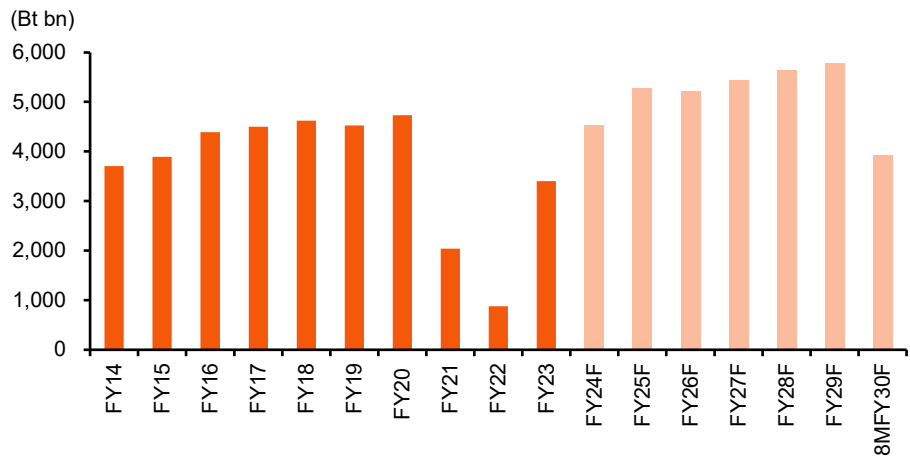
Sources: BTSGIF, AATL, Thanachart estimates

Ex 4: Our Sensitivity Analysis Of BTSGIF's Ridership And Fare Changes To Its IRR

	Ridership in FY25-30F as % of the FY20 level	Avg. fare in FY25-30F (Bt/trip)	IRR (%)	Our TP (Bt/unit)
Our base case	90-100	34.2-37.2	11.9	4.0
Our worst case	82	34.2-37.2	6.6	3.4
Our best case	93-139	34.0-38.9	21.4	5.2

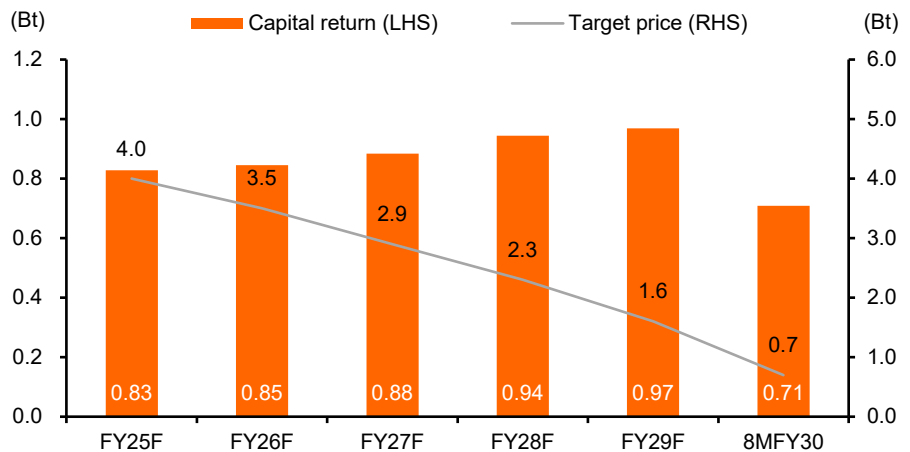
Sources: BTSGIF, AATL, Thanachart estimates

Ex 5: Our Base-Case Normalized Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Our TP Vs. Capital Return Per Unit



Source: Thanachart estimates

Ex 7: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of FY24F

(Bt m)	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F
Dividend payment	4,640	4,789	4,891	5,116	5,462	5,608	4,101
Cost of equity	8.1%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
PV of dividend		4,776	4,148	3,995	3,927	3,713	2,500
Total PV		23,059					
No. of units (m)		5,788					
Value / unit (Bt)		4.0					

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPU growth		— PE —		— P/NAV —		EV/EBITDA		Div yield	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
Link REIT/The	823 HK	Hong Kong	na	4.4	13.2	12.6	0.5	0.5	14.5	14.0	7.6	8.0
Yuexiu Real Estate	405 HK	Hong Kong	na	92.5	20.4	10.6	0.3	0.3	19.7	19.2	10.4	12.2
Fortune Real Estate	778 HK	Hong Kong	na	41.2	14.9	10.6	0.3	0.3	14.4	14.1	9.9	10.5
CapitaLand Integrated	CICT SP	Singapore	(15.2)	7.3	17.9	16.7	0.9	0.9	22.2	21.7	5.6	5.6
Frasers Centrepoint Trust	FCT SP	Singapore	(13.8)	8.4	20.4	18.8	0.9	0.9	25.1	24.1	5.5	5.5
Suntec Real Estate	SUN SP	Singapore	(5.5)	5.4	19.6	18.6	0.5	0.5	29.9	27.8	5.9	6.3
Starhill Global REIT	SGREIT SP	Singapore	13.7	(11.1)	10.4	11.8	0.6	0.6	15.6	15.4	8.3	8.5
Keppel REIT	KREIT SP	Singapore	(1.8)	4.5	19.7	18.8	0.7	0.7	33.4	31.1	6.8	6.8
Mapletree Industrial Trust	MINT SP	Singapore	25.6	3.1	17.4	16.9	1.2	1.2	20.1	19.1	5.7	6.0
Mapletree Logistics Trust	MLT SP	Singapore	(36.6)	(1.4)	18.9	19.2	0.9	0.9	22.2	21.2	6.5	6.4
CDL Hospitality Trusts	CDREIT SP	Singapore	na	6.1	19.7	18.6	0.7	0.7	17.8	16.6	6.3	6.9
Axis Real Estate	AXRB MK	Malaysia	(24.0)	13.7	19.7	17.3	1.2	1.2	20.7	18.2	4.9	5.5
Sunway Real Estate	SREIT MK	Malaysia	9.7	4.9	15.1	14.4	1.1	1.1	16.3	15.5	6.5	6.7
KLCCP Stapled Group	KLCCSS MK	Malaysia	100.7	9.5	17.1	15.6	1.3	1.4	22.5	22.0	5.5	6.0
IGB Real Estate	IGBREIT MK	Malaysia	(27.1)	5.7	17.3	16.4	1.6	1.6	17.7	16.9	5.9	6.2
Pavilion Real Estate	PREIT MK	Malaysia	(32.2)	7.0	15.0	14.0	0.9	0.9	16.1	15.3	7.0	6.7
3BB Internet Infra Fund *	3BBIF TB	Thailand	(21.8)	3.8	7.5	7.2	0.7	0.7	7.5	7.3	12.3	12.7
BTS Rail Mass Transit *	BTSGIF TB	Thailand	36.5	3.2	4.5	4.3	0.6	0.6	4.5	4.3	22.4	23.1
CPN Retail Growth *	CPNREIT TB	Thailand	(11.9)	(18.2)	7.9	9.7	0.9	0.9	12.3	16.1	9.5	9.9
Digital Telecom Int. *	DIF TB	Thailand	(1.9)	(0.7)	7.1	7.2	0.5	0.5	7.6	7.6	12.2	12.1
Average			(0.4)	9.5	15.2	14.0	0.8	0.8	18.0	17.4	8.2	8.6

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS,
Based on 24 April 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

FUND DETAILS

ชื่อบริษัท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานระบบขนส่งมวลชนทางราง มีที่เอสโกรท
ชื่อย่อหลักทรัพย์	: BTSGIF TB
วันที่ซื้อขายวันแรก	: 19 เมษายน 2013
ทุนจดทะเบียน	: 62.5 พันล. (5,788 หน่วย@พาร์ 10.80 บ./หน่วย)
ประเภท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ประเภทกองทุนเปิด
สินทรัพย์ที่ลงทุน	: ระบบขนส่งมวลชนทางราง/รายได้ค่าโดยสารสุทธิ
ระยะเวลาโครงการ	: ไม่มีกำหนดอายุ
สปอนเซอร์	: BTS Group Holdings (BTS TB)
ผู้จัดการกองทุน	: บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมบัวหลวง จำกัด
นโยบายเงินปันผล	: ไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิที่ปรับปรุง
วันที่จ่ายเงินปันผล	: ไม่น้อยกว่าสองครั้งต่อปี
ข้อจำกัดหุ้นต่าง	: ไม่เกิน 49% ของหน่วยลงทุนทั้งหมด
ตัว	

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ธุรกิจรถไฟฟ้ามีการแข่งขันไม่สูง และมีกระแสเงินสดที่มั่นคง & แข็งแรง
- พื้นที่ให้บริการของรถไฟฟ้า BTS อยู่ในใจกลางกรุงเทพฯ ที่มีศักยภาพในการเติบโตของผู้โดยสารสูง
- กองทุนฯ สามารถมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนได้ถึง 3 เท่า ซึ่งจะทำให้สามารถลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ ได้โดยไม่ต้องเพิ่มทุน

O — Opportunity

- การขยายเส้นทางจะช่วยเพิ่มจำนวนผู้โดยสารให้แก่สายหลักของ BTS
- อาจมีสินทรัพย์เช่ากองทุนเพิ่มเติม โดยเฉพาะรถไฟฟ้าสายใหม่จาก BTS

CONSENSUS COMPARISON

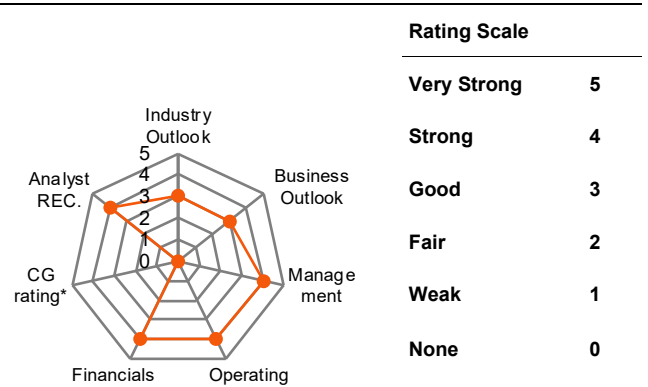
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.67	4.00	-14%
Norm profit 24F (Bt m)	4,193	4,640	11%
Norm profit 25F (Bt m)	4,583	4,789	4%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี FY2024-25F ของเราสูงกว่าของตลาด 4-11% เราเชื่อว่าเราให้สมมติฐานต้นทุนการดำเนินงานและซ่อมบำรุงที่ลดลง
- แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด 14% เนื่องจากเราให้ความสำคัญระยะยาวมากขึ้นต่อการเติบโตของกำไรในระยะยาวของ BTSGIF

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *No CG rating

W — Weakness

- utilization rate ของรถไฟฟ้าอยู่ในระดับสูงในช่วงไตรมาสแรก แต่อยู่ในระดับต่ำในช่วงเวลาที่ไม่ใช่ชั่วโมงเร่งด่วน ซึ่งทำให้ BTS ต้องขยายขีดความสามารถในการรองรับ แม้ utilization rate จะอยู่ในระดับต่ำ
- การเติบโตของผู้โดยสารในปัจจุบันเติบโตตามปกติของธุรกิจ (Organic growth) เพราะเส้นทางที่มีอยู่มีขีดความสามารถในการรองรับที่เต็มแล้ว

T — Threat

- รัฐบาลอาจควบคุมการปรับขึ้นของค่าโดยสาร
- ความล่าช้าของโครงการขนส่งมวลชนใหม่ ซึ่งอาจกดดันการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารในอนาคต

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผู้โดยสารที่เติบโต และการขึ้นค่าโดยสารที่ต่ำกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- งบลงทุนต้นทุนการดำเนินงานที่สูงกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ระบบการเดินรถมีปัญหา จะส่งผลต่อการเติบโตของจำนวนผู้โดยสาร ซึ่งเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Revenue	943	3,455	4,702	4,854	4,958
Selling & administration expenses	62	51	56	58	59
Operating profit	881	3,404	4,646	4,796	4,898
% operating margin	93.4%	98.5%	98.8%	98.8%	98.8%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	881	3,404	4,646	4,796	4,898
% EBITDA margin	93.4%	98.5%	98.8%	98.8%	98.8%
Non-operating income	2	7	4	4	4
Non-operating expenses	(8)	(11)	(10)	(10)	(11)
Interest expense	0	0	(0)	(0)	(0)
Pre-tax profit	875	3,400	4,640	4,789	4,891
Income tax	0	0	0	0	0
After-tax profit	875	3,400	4,640	4,789	4,891
% net margin	92.8%	98.4%	98.7%	98.7%	98.7%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(6,051)	(110)	(3,340)	(4,066)	(4,791)
NET INVESTMENT INCOME	(5,175)	3,290	1,300	723	100
Normalized Net Invest. Income	875	3,400	4,640	4,789	4,891
EPS (Bt)	(0.9)	0.6	0.2	0.1	0.0
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.6	0.8	0.8	0.8

We expect BTSGIF's non-cash amortizing expenses to cause it to report net losses, but...

...its cash flow from operations is positive and growing

BALANCE SHEET

FY ending Mar (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	50	90	40	40	40
Cash & cash equivalent	17	53	40	40	40
Account receivables	32	37	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
Investments & loans	39,330	39,851	36,511	32,446	27,654
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	4	6	5	5	5
Total assets	39,383	39,947	36,556	32,491	27,699
LIABILITIES:					
Current liabilities:	35	12	16	16	17
Account payables	0	0	0	0	0
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	35	12	16	16	17
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	0	0	0	0	0
Total liabilities	35	12	16	16	17
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	55,299	52,596	49,256	45,190	40,398
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	(15,951)	(12,661)	(12,715)	(12,716)	(12,716)
Net Assets	39,348	39,935	36,540	32,474	27,683

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	875	3,400	4,640	4,789	4,891
Tax paid	(1)	1	0	0	0
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(20)	(4)	37	0	0
Chg In other CA & CL / minorities	(121)	(24)	4	0	0
Cash flow from operations	733	3,372	4,680	4,789	4,892
Capex	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	6,065	(522)	3,340	4,066	4,791
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(6,050)	(112)	(3,339)	(4,066)	(4,791)
Cash flow from investments	15	(634)	1	0	0
Debt financing	0	0	0	(0)	(0)
Capital increase	(799)	(2,703)	(3,340)	(4,066)	(4,791)
Dividends paid	0	0	(1,354)	(723)	(101)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(799)	(2,703)	(4,694)	(4,789)	(4,892)
Free cash flow	733	3,372	4,680	4,789	4,892

Capex is booked in operating expenses, so it is factored into CFO

VALUATION

FY ending Mar	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	23.7	6.1	4.5	4.3	4.2
Normalized PE - at target price (x)	26.5	6.8	5.0	4.8	4.7
PE (x)	na	6.3	15.9	28.7	206.5
PE - at target price (x)	na	7.0	17.8	32.0	230.7
EV/EBITDA (x)	23.5	6.1	4.5	4.3	4.2
EV/EBITDA - at target price (x)	26.3	6.8	5.0	4.8	4.7
P/NAV (x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
P/NAV - at target price (x)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
P/CFO (x)	28.3	6.1	4.4	4.3	4.2
Price/sales (x)	22.0	6.0	4.4	4.3	4.2
Effective dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital reduction yield (%)	4.2	16.4	22.4	23.1	23.6
Cash dividend yield (%)	4.2	16.4	22.4	23.1	23.6
FCF Yield (%)	3.5	16.3	22.6	23.1	23.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.6	0.8	0.8	0.8
EPS	(0.9)	0.6	0.2	0.1	0.0
Effective dividend *	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital reduction dividend	0.15	0.59	0.80	0.83	0.85
Cash dividend **	0.15	0.59	0.80	0.83	0.85
NAV/unit	6.8	6.9	6.3	5.6	4.8
CFO/unit	0.1	0.6	0.8	0.8	0.8
FCF/unit	0.1	0.6	0.8	0.8	0.8

Given its retained loss, BTSGIF's payout to unitholders will be paid in the form of a capital return

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Mar	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	(55.3)	266.5	36.1	3.2	2.1
Net profit (%)	na	na	(60.5)	(44.4)	(86.1)
EPS (%)	na	na	(60.5)	(44.4)	(86.1)
Normalized profit (%)	(57.1)	288.5	36.5	3.2	2.1
Normalized EPS (%)	(57.1)	288.5	36.5	3.2	2.1
Dividend payout ratio (%)***	(16.9)	103.3	104.2	100.1	100.2
Operating performance					
Gross margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin (%)	93.4	98.5	98.8	98.8	98.8
EBITDA margin (%)	93.4	98.5	98.8	98.8	98.8
Net margin (%)	92.8	98.4	98.7	98.7	98.7
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	2.1	8.6	12.1	13.9	16.3
ROE - using norm profit (%)	2.1	8.6	12.1	13.9	16.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	2.1	8.6	12.1	13.9	16.3
- asset turnover (x)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
- operating margin (%)	92.8	98.4	98.7	98.7	98.7
- leverage (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
- interest burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
- tax burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Cost of equity (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROIC (%)	0.0	8.7	11.6	13.1	15.1
NOPAT (Bt m)	881	3,404	4,646	4,796	4,898

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Dividend from operations

** Dividend from operations and capital reduction

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.31 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกรรร่วมกันได้แก่นางอศิณี ไต้ล้งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 7/2566 ชุดที่ 1-3 " ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "บริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ ครั้งที่ 2/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, หินผุ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แอป

ลาภินี ทิพย์มณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

Tel: 662-779-9107

naripom.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
