

BEM

Outperform

กำไรยังเติบโต จากการคุม Cost ที่เข้มงวด

Flash Points

- คาด 1Q68 กำไร 874 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 3.1%YoY แม้รายได้ธุรกิจหลักแทบไม่เติบโต โดยเฉพาะธุรกิจทางพิเศษที่ได้รับผลกระทบหลายเรื่อง อีกทั้งปีนี้มียอดขายลดลง แต่การควบคุมต้นทุนธุรกิจทางพิเศษและระบบรางอย่างเข้มงวดช่วยให้มีอัตรากำไรเพิ่มขึ้น
- โครงการทางด่วนชั้นที่ 2 (Double Deck) อยู่ระหว่างรอ ครม. อนุมัติ ส่วนสัญญาเดินรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้จะมีความชัดเจนภายในปีนี้ โดยมีความเกี่ยวข้องกันกับนโยบายรถไฟฟ้า 20 บาทตลอดสาย ที่กระทรวงคมนาคม จะประกาศใช้เดือนกันยายนี้

Impact Insight

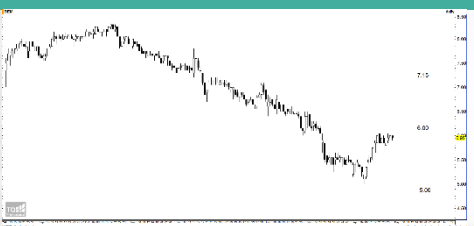
- ลักษณะธุรกิจของ BEM ที่เกี่ยวข้องกับการใช้ชีวิตประจำวันของผู้คน จึงมีความผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจไม่มาก และมีการเติบโตแบบ organic Growth ได้ตามการขยายตัวของเมืองและกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่มากขึ้น
- จำนวนผู้ใช้ทางด่วนและรถไฟฟ้าใต้ดินเริ่มกลับสู่ระดับปกติช่วงหลังสงกรานต์ หลังเหตุแผ่นดินไหวปลายเดือน มีค. ที่ทำให้ประชาชนบางส่วนเปลี่ยนพฤติกรรมการเดินทาง แม้รายได้ธุรกิจหลัก 2Q68 จะลดลงเทียบกับ 1Q68 จากปัจจัยฤดูกาล แต่กำไรจะเพิ่มขึ้นเพราะ 2Q68 จะมีรายได้เงินปันผลจาก CKP และ TTW เข้ามาจำนวน 337 ล้านบาท

Execution

- ราคาหุ้นถูกกดดันหลายมาตรการรัฐที่อาจส่งผลกระทบต่อรายได้ของ BEM แต่ฝ่ายวิจัยเชื่อว่า BEM จะได้รับการชดเชยส่วนต่างคืนในระดับใกล้เคียงเดิม ขณะที่พื้นฐานบริษัทมีความแข็งแกร่งมาก ให้น้ำหนัก Outperform ราคาเหมาะสมวิธี DCF ได้ที่ 10.60 บาท



Technical Chart



แนวโน้มราคา : SIDEWAYS DOWN
แนวรับ : 5.00 บาท
แนวต้าน : 6.00/7.15 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ราคาปัจจุบัน (บาท)

6.00

Upside (%)

76.68

ราคาเป้าหมาย (บาท)

10.60

Dividend yield (%)

3.00

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	0.26	0.26	1%
2569F	0.28	0.27	3%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Industry Peers

หุ้น	PE		PBV	
	2568F	2569F	2568F	2569F
BANGKOK EXPRESSW	22.54	21.17	2.28	2.18
BTS GROUP HOLDIN	214.78	145.29	1.30	1.35

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	2569F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	3,479	3,768	4,023	4,231	4,474
Norm Profit (ล้านบาท)	3,479	3,768	4,023	4,231	4,474
EPS (บาท)	0.23	0.25	0.26	0.28	0.29
PER (X)	26.36	24.34	22.80	21.68	20.50
DPS (บาท)	0.14	0.15	0.18	0.18	0.20
Dividend Yield (%)	2.33%	2.50%	3.00%	3.00%	3.33%
Book Value (บาท)	2.46	2.39	2.47	2.57	2.66
P/BV (X)	2.44	2.51	2.42	2.33	2.25
EV/EBITDA (X)	18.57	19.48	20.44	21.04	21.51

ESG Assessment

SET ESG Ratings

CG Score

Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง

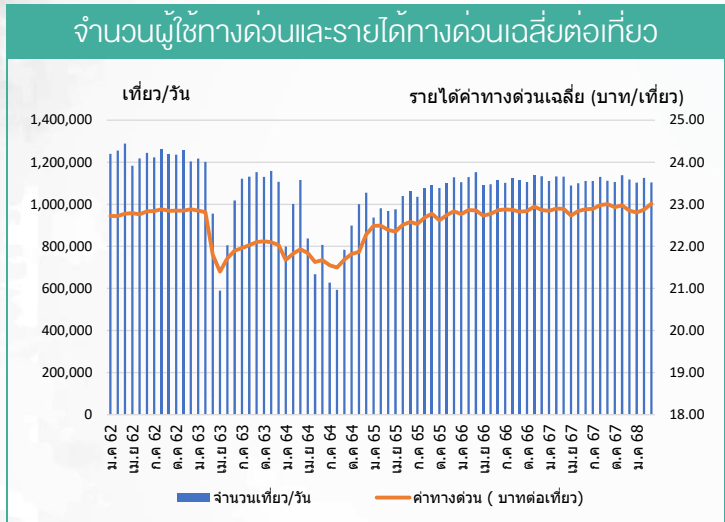
ที่มา : SET

AAA

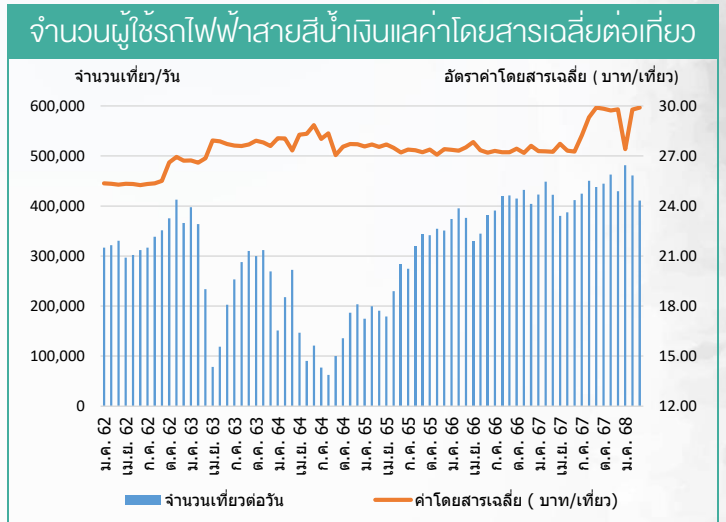
ดีเลิศ

ภาค 1Q68 กำไรสุทธิ 874 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 3%YoY

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ประกอบการงวด 1Q68 ของ BEM จะมีกำไร 874 ล้านบาท (+2.7%QoQ,+3.1%YoY) แม้รายได้จากรัฐกิจหลักจะเติบโตเพียง 1%YoY อยู่ที่ 4,297 ล้านบาท โดยเป็นการเติบโตจากรัฐกิจระบบรางที่มีการปรับขึ้นค่าทางด่วนเฉลี่ย 1 บาท/เที่ยว ในเดือน ก.ค 67 และมีจำนวนผู้ใช้บริการเพิ่มขึ้น 5.9%YoY เฉลี่ยอยู่ที่ 4.5 แสนคน/วัน และธุรกิจพัฒนาเชิงพาณิชย์ที่มีรายได้เพิ่มขึ้นตามการเพิ่มพื้นที่สีเขียว ขณะที่ธุรกิจทางพิเศษ คาดมีรายได้ลดลง 2%YoY จากหลายเหตุการณ์ที่กีดกันในระหว่างไตรมาส ทั้งอุบัติเหตุงานก่อสร้างทางด่วนดาวคะนอง-พระราม 3 ไล่ถ่วงขึ้นทางด้านดาวคะนอง (ทางด่วนขั้นที่ 1) และเหตุแผ่นดินไหวในกรุงเทพฯ ที่ทำให้ต้องปิดทางด่วนด้านดินแดงชั่วคราว ส่งผลให้มีจำนวนผู้ใช้บริการทางด่วนเฉลี่ยลดลง 1.3%YoY นอกจากนี้คาดว่ารายได้อื่นๆ ไตรมาสนี้น่าจะลดลงอย่างมากเทียบกับงวด 1Q67 จากรายได้ดอกเบี้ยรับที่ลดลง อย่างไรก็ตาม การควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวด ทั้งต้นทุนธุรกิจทางพิเศษและต้นทุนระบบราง อีกทั้งงานซ่อมบำรุงโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงที่ลดลงตามแผนงาน จะทำให้ BEM มีอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยงวด 1Q68 เพิ่มขึ้นเป็น 45.3% สูงกว่างวด 1Q67 และ 4Q67 ที่ทำได้ 44.5% และ 45.1% ตามลำดับ ส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร รวมถึงดอกเบี้ยจ่าย ฝ่ายวิจัยประเมินว่าจะอยู่ในระดับใกล้เคียงเดิม



ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส



ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ทิศทางกำไรยังเติบโตได้ดี โดย 2Q68 มีเงินปันผลรับจาก CKP และ TTW

ทิศทางผลประกอบการ 2Q68 ยังอยู่ในแนวโน้มที่ดี เพราะ BEM จะมีการรับรู้เงินปันผลจาก CKP และ TTW เข้ามาจำนวน 337 ล้านบาท ในขณะที่ธุรกิจหลัก แม้อาจได้รับผลกระทบระยะสั้นจากเหตุแผ่นดินไหวที่เกิดขึ้นปลายเดือน มี.ค แต่ลักษณะธุรกิจของ BEM ที่เกี่ยวข้องกับการใช้ชีวิตประจำวันของผู้คน ทำให้จำนวนผู้ใช้ทางด่วนและรถไฟฟ้ากลับเข้าสู่ภาวะปกติอีกครั้งหลังสมรภูมิต่างที่ผ่านมา ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าจำนวนผู้ใช้บริการรถไฟฟ้าใต้ดินปีนี้ จะได้แรงหนุนจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นตลอดแนวรถไฟฟ้าและการทยอยเปิดให้บริการโครงการมิกซ์ยูสขนาดใหญ่อย่าง “One Bangkok” และ “ดุสิต เซ็นทรัล พาร์ค” ที่จะช่วยเพิ่มจำนวนผู้ใช้บริการรถไฟฟ้าใต้ดินสถานีลุมพินี และสถานีสีลมได้อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนธุรกิจทางพิเศษคาดหวังจะเห็นจำนวนผู้ใช้ทางด่วนปรับตัวสูงขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง หลังงานก่อสร้างถนนที่เชื่อมต่อกับทางด่วนทยอยแล้วเสร็จ โดยเฉพาะงานก่อสร้างถนนพระราม 2 ที่ส่งผลกระทบต่อจำนวนผู้ใช้ทางด่วนที่ด้านดาวคะนอง-สุขสวัสดิ์ ส่งผลต่อเนื่องไปถึงผู้ใช้ทางด่วนขั้นที่ 1

พื้นฐานแข็งแกร่ง ไม่มีอะไรน่ากังวล ให้น้ำหนักลงทุน Outperform

ปัจจัยพื้นฐานของ BEM ยังคงแข็งแกร่งและสามารถสร้างการเติบโตของกำไรได้อย่างต่อเนื่อง แม้ราคาหุ้นจะถูกกดดันหลายมาตรการรัฐที่อาจส่งผลกระทบต่อรายได้ของ BEM แต่ฝ่ายวิจัยเชื่อว่า BEM จะได้รับการชดเชยส่วนต่างคืนในระดับใกล้เคียงเดิม คงให้น้ำหนัก Outperform ราคาเหมาะสมวิธี DCF ได้ที่ 10.60 บาท

การดำเนินการด้าน ESG ของ BEM

มิติด้านสิ่งแวดล้อม : BEM ให้ความสำคัญในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก โดยดำเนินการตามนโยบายสิ่งแวดล้อมและนโยบายการอนุรักษ์นิยม ทั้งนี้เพื่อรักษาสิ่งแวดล้อมและลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ (CO2) โดยมีแนวทางปฏิบัติ อาทิ การปลูกต้นไม้รอบอาคารเพื่อลดอุณหภูมิของแสงสว่าง การใช้พลังงานอันเกิดจากธรรมชาติอย่างประหยัด และการการลดมลพิษในอากาศรวมถึงมีการนำพลังงานที่เกิดแสงอาทิตย์มาใช้เพื่อการบำบัดน้ำในคลองธรรมชาติ เป็นต้น

มิติด้านสังคม : BEM มีความมุ่งมั่นในการดำเนินงานเชื่อมต่อกับระบบคมนาคมขนส่งแบบครบวงจร เพื่ออำนวยความสะดวกในการเดินทางและช่วยบรรเทาปัญหาการจราจรที่หนาแน่นในเขตกทม. นอกเหนือจากนโยบายด้านคมนาคมแล้ว BEM ยังให้ความสำคัญกับด้านการศึกษาโดยการมอบทุนการศึกษาให้แก่เด็กและเยาวชนที่ขาดแคลนทุนทรัพย์

มิติด้านธรรมาภิบาล : BEM พร้อมพัฒนาศักยภาพของพนักงานด้วยการปรับปรุง TRAINING PROGRAM เพื่อฝึกอบรมพนักงานทุกระดับ ทำให้มั่นใจได้ว่าพนักงานมีความรู้พื้นฐานและทักษะในการปฏิบัติงาน พร้อมสร้างองค์กรสู่ความยั่งยืนโดยริเริ่มโครงการจัดการความรู้ (KNOWLEDGE MANAGEMENT) และเปิดโอกาสพนักงานทุกคนสามารถเข้าถึงและใช้ประโยชน์จากองค์ความรู้เพื่อการทำงานต่อไป

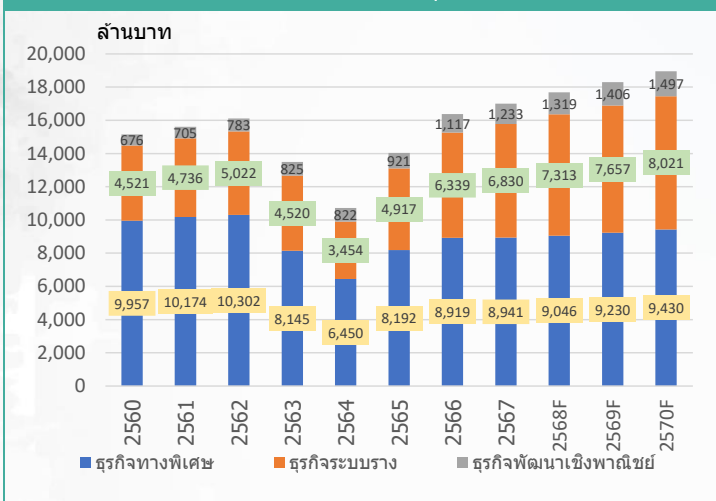
ESG COMMENT: แหล่งที่มาของรายได้คือระบบการขนส่งมวลชนสาธารณะรถไฟฟ้า ช่วยลดการใช้รถยนต์ส่วนตัวซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญในการปลดปล่อยก๊าซเรือนกระจก ขณะที่ธุรกิจทางพิเศษช่วยอำนวยความสะดวกในการเดินทาง บรรเทาปัญหาการจราจรที่หนาแน่นในเขตกทม. ดังนั้นรายได้ที่เติบโตขึ้นของ BEM ถือว่ามีส่วนส่งเสริมประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมไปในตัว

คาดการณ์ผลประกอบการ 1Q68

Key Data (ล้านบาท)	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68F	%QoQ	%YoY	2567	2566	%YoY
ยอดขาย	3,908	4,182	4,186	4,249	4,023	4,365	4,366	4,297	-1.6%	1.1%	17,004	16,374	4%
ต้นทุนขาย	2,333	2,391	2,248	2,357	2,318	2,426	2,396	2,351	-1.9%	-0.2%	9,497	9,311	2%
กำไรขั้นต้น	1,575	1,791	1,938	1,892	1,705	1,939	1,970	1,945	-1.3%	2.8%	7,507	7,063	6%
ค่าใช้จ่ายในการขาย	322	297	321	291	316	311	343	293	-14.7%	0.7%	1,261	1,241	2%
ดอกเบี้ยจ่าย	-601	-602	-596	-601	-611	-615	-600	-600	0.0%	-0.1%	-2,427	-2,371	2%
กำไรจากการดำเนินงาน	901	970	859	847	1,003	1,067	851	874	2.7%	3.1%	3,768	3,479	8%
กำไรสุทธิ	901	970	859	847	1,003	1,067	851	874	2.7%	3.1%	3,768	3,479	8%
รายการพิเศษ	0	0	0	0	0	0	0	0			0	0	
กำไรต่อหุ้น	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.06	0.06	2.7%	3.1%	0.25	0.23	8%
Gross Margin	40.3%	42.8%	46.3%	44.5%	42.4%	44.4%	45.1%	45.3%			44.1%	43.1%	
SG&A/Sale	8.2%	7.1%	7.7%	6.8%	7.9%	7.1%	7.9%	6.8%			7.4%	7.6%	

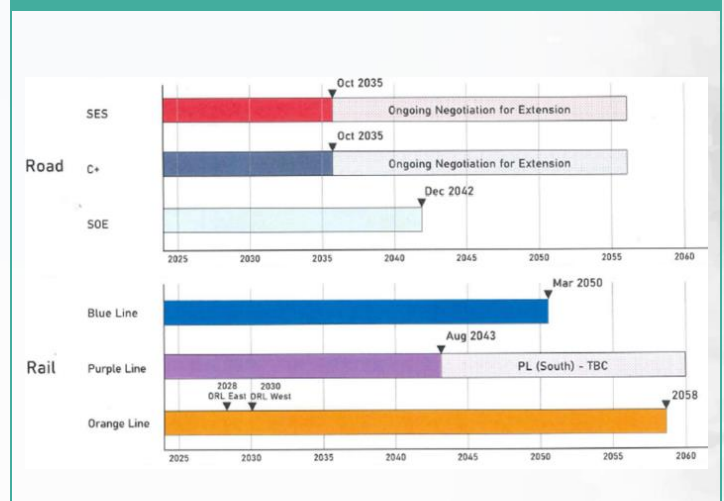
ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

คาดการณ์รายได้แยกตามธุรกิจของ BEM



ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

สัญญาสัมปทานของ BEM



ที่มา : BEM

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ BEM

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	17,004	17,678	18,292	18,948	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	9,497	9,887	10,217	10,577	กำไรสุทธิ	3,768	4,023	4,238	4,490
กำไรขั้นต้น	7,507	7,791	8,075	8,372	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,261	1,282	1,326	1,374	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	2,099	1,641	1,702	1,773
ดอกเบี้ยจ่าย	2,427	2,667	2,582	2,497	กำไรขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(1)	-	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0	อื่นๆ	651	895	958	1,026
รายได้อื่น	762	999	940	917	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(13,410)	(3,415)	(4,480)	(4,748)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	4,581	4,841	5,106	5,418	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	(4,294)	5,274	4,462	4,508
ภาษีเงินได้	813	818	868	929	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	3,768	4,023	4,238	4,490	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ไม่มีตัวตน	(47)	(50)	(50)	(50)
กำไรจากการดำเนินงาน	3,768	4,023	4,238	4,490	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ไม่มีตัวตน	(3)	-	-	-
EPS	0.25	0.26	0.28	0.29	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(7,074)	(9,494)	(9,494)	(9,502)
					กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	15,248	-	-	-
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	(2,452)	-	-	-
					เพิ่ม/ลด วอร์เรนซ์	-	-	-	-
					ลด จ่ายปันผล	(2,137)	(2,751)	(2,751)	(3,057)
					กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	11,795	4,582	4,667	4,446
					เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	426	362	(365)	(548)
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	4,249	4,023	4,365	4,366	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	1,672	2,034	1,670	1,122
ต้นทุนขาย	2,357	2,318	2,426	2,396	ลูกหนี้การค้า	908	884	915	947
กำไรขั้นต้น	1,892	1,705	1,939	1,970	สินค้าคงเหลือ				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	291	316	311	343	สินทรัพย์สิทธิการใช้ + สินทรัพย์อื่นๆ	77,916	75,707	73,383	70,941
ดอกเบี้ยจ่าย	-601	-611	-615	-600	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	310	290	270	250
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0	สินทรัพย์รวม	132,773	144,428	156,231	168,002
รายได้อื่น	61	392	268	41					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,062	1,170	1,281	1,069	เจ้าหนี้การค้า+หนี้สินอื่นๆ	3,420	3,536	3,658	3,790
ภาษีเงินได้	214	167	214	218	หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น	14,831	14,831	14,831	14,831
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0	หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว	72,377	82,377	92,377	102,377
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0	หนี้สินรวม	96,212	106,596	116,912	127,251
กำไรสุทธิ	847	1,003	1,067	851					
กำไรจากการดำเนินงาน	847	1,003	1,067	851	ทุนที่ชำระแล้ว	15,285	15,285	15,285	15,285
EPS	0.06	0.07	0.07	0.06	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น+สำรองตามกฎหมาย	7,345	7,345	7,345	7,345
					กำไรสะสม	17,458	18,729	20,216	21,649
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	36,560	37,832	39,319	40,752
					ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	2	2	2	2
					หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	132,773	144,428	156,231	168,002
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.27	0.28	0.25	0.21	รายได้ธุรกิจทางพิเศษ	8,891	9,046	9,230	9,430
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	18.73	20.00	20.00	20.00	รายได้ธุรกิจระบบราง	6,835	7,313	7,657	8,021
อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์ (เท่า)	0.14	0.13	0.12	0.12	รายได้ธุรกิจพัฒนาเชิงพาณิชย์	1,209	1,319	1,406	1,497
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	2.78	2.80	2.79	2.79	Gross margin เฉลี่ย	44.1%	44.1%	44.1%	44.2%
หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	2.63	2.82	2.97	3.12	SG&A/Sale	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%
Net Gearing Ratio	2.34	2.52	2.69	2.85	Effective tax rate	17.8%	16.9%	17.0%	17.1%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	3.1%	2.9%	2.8%	2.8%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	10.2%	10.8%	11.0%	11.2%					

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส