

BEM

Outperform

โตแบบสบายๆ และมั่นคง

Flash Points

- งวด 1Q68 กำไร 871 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 3%YoY ไกลเคียงคาด กำไรเติบโตจากการควบคุมค่าใช้จ่ายเป็นหลัก ขณะที่รายได้แทบไม่เติบโต ธุรกิจทางพิเศษได้รับผลกระทบเชิงลบหลายเรื่อง ส่วนธุรกิจระบบราง มีอานิสงส์จากการขึ้นค่าโดยสารตั้งแต่ ก.ค. 67
- จำนวนผู้ใช้บริการทางด่วนและรถไฟฟ้าเพิ่มขึ้น เดือน เม.ย. 68 ทำหน้าที่ป้องกันเล็กน้อย แต่ค่าบริการโดยเฉลี่ยปรับตัวสูงขึ้น โดยงวด 2Q68 BEM จะได้รับเงินปันผลจาก TTW และ CKP เข้ามา จำนวนเท่าปีก่อนที่ 337 ล้านบาท

Impact Insight

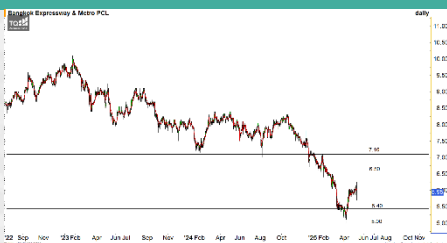
- กำไร 1Q68 คิดเป็น 22% ของประมาณการทั้งปี ผลประกอบการยังเติบโตอย่างต่อเนื่องและมั่นคง แม้ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมไม่คึกคัก แต่ลักษณะธุรกิจของ BEM ที่เกี่ยวข้องกับการใช้ชีวิตประจำวันของผู้คน จึงมีความผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจไม่มาก
- ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าจำนวนผู้ใช้ทางด่วนและรถไฟฟ้าใต้ดินน่าจะกลับสู่ระดับปกติในเดือน พ.ค. จากการกลับมาใช้ชีวิตเหมือนปกติของประชาชนอีกครั้ง หลังเกิดเหตุแผ่นดินไหวช่วงปลาย มี.ค. และส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมการเดินทางในเดือน เม.ย.

Execution

- ปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่ง และมีโอกาสการเติบโตได้อีกจากหลายโครงการสัมปทานใหม่ที่จะเกิดขึ้น ส่วนประเด็นกดดันราคาหุ้นที่มาจากมาตรการรัฐที่อาจส่งผลต่อรายได้ของ BEM ฝ่ายวิจัยเชื่อว่า BEM จะได้รับการชดเชยส่วนต่างคืนในระดับใกล้เคียงเดิม คงให้น้ำหนัก Outperform ราคาเหมาะสมวิธี DCF ได้ที่ 10.60 บาท



Technical Chart



แนวโน้มราคา : SIDEWAYS
แนวรับ : 5.40/5.00 บาท
แนวต้าน : 6.50/7.10 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ราคาปัจจุบัน (บาท)

5.95

Upside (%)

78.17

ราคาเป้าหมาย (บาท)

10.60

Dividend yield (%)

3.03

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	21.25	2.34	2.24
BTS GROUP HOLDIN	677.14	135.43	1.25	1.30
DON MUANG TOLLWA	11.74	11.61	1.37	1.37

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)	26.14	24.14	22.61	21.50	20.33
DPS (บาท)	0.14	0.15	0.18	0.18	0.20
Dividend Yield (%)	2.35%	2.52%	3.03%	3.03%	3.36%
Book Value (บาท)	2.46	2.39	2.47	2.57	2.66
P/BV (X)	2.41	2.49	2.40	2.31	2.23
EV/EBITDA (X)	18.48	19.40	20.36	20.96	21.43

ESG Assessment

SET ESG Ratings

CG Score

Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง

ที่มา : SET

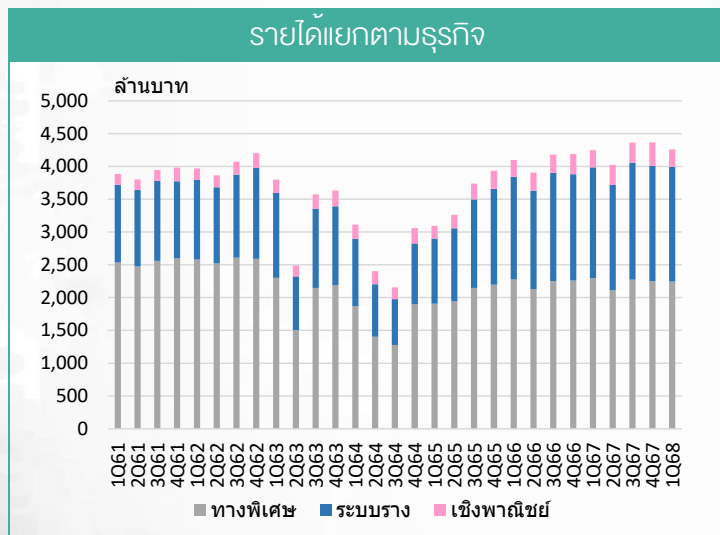
AAA

ดีเลิศ

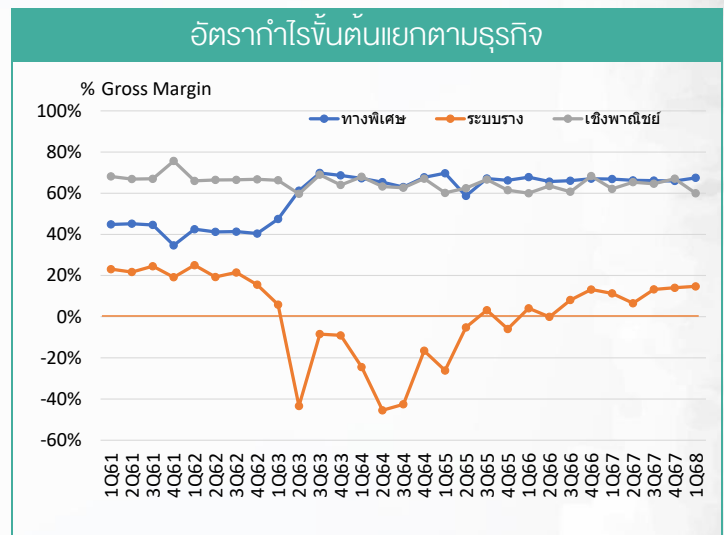
งวด 1Q68 กำไรสุทธิ 871 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 2.8%YoY

งวด 1Q68 รายงานกำไรสุทธิ 871 ล้านบาท (+2.4%QoQ,+2.8%YoY) ไกลเคียงคาด ผลประกอบการเติบโตเล็กน้อยเทียบกับงวด 4Q67 และ 1Q67 แม้รายได้จากรธุรกิจหลักจะปรับตัวลง 2.5%QoQ และทรงตัวจากปีก่อน อยู่ที่ 4,259 ล้านบาท โดยงวด 1Q68 ธุรกิจทางพิเศษ มีรายได้ 2,245 ล้านบาท (-0.4%QoQ,-2.3%YoY) จากจำนวนผู้ใช้ทางด่วนเฉลี่ย 1.11 ล้านเที่ยว/วัน ต่ำกว่าปีก่อน 1% จากหลายเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในช่วงไตรมาส ทั้งอุบัติเหตุงานก่อสร้างทางด่วนดาวคะนอง-พระราม 3 ใกล้ทางขึ้นทางด้านดาวคะนอง (ทางด่วนขึ้นที่ 1) และเหตุแผ่นดินไหวในกรุงเทพฯ ที่ทำให้ต้องปิดทางด่วนด้านดินแดงชั่วคราว ส่งผลต่อพฤติกรรมการใช้ทางด่วน ธุรกิจระบบราง มีรายได้ 1,749 ล้านบาท (-0.6%QoQ,+3.7%YoY) เป็นการเติบโตจากการปรับขึ้นค่าทางด่วนเฉลี่ย 1 บาท/เที่ยว ในเดือน ก.ค 67 และจำนวนผู้ใช้บริการเพิ่มขึ้น 2%YoY สำหรับธุรกิจพัฒนาเชิงพาณิชย์ มีรายได้ 265 ล้านบาท (-25%QoQ,+0.4%YoY) โดยมีการเพิ่มขึ้นของรายได้ให้เช่าพื้นที่สื่อโฆษณาและให้เช่าพื้นที่ร้านค้าปลีกใน Metro Mall แต่มีรายได้จากการให้บริการโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงที่ลดลงตามแผนงาน สำหรับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 1%YoY จากการปรับเพิ่มผลประโยชน์พนักงานตามปกติ

อัตรา Gross margin เฉลี่ยทำได้ 45.4 % สูงกว่างวด 1Q67 ที่ทำได้ 44.5% มาจากอัตรากำไรขั้นต้นธุรกิจรถไฟฟ้าใต้ดินที่เพิ่มขึ้นตามความประหยัดต่อขนาด และการควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวด ทั้งต้นทุนธุรกิจทางพิเศษและต้นทุนระบบราง อีกทั้งงานซ่อมบำรุงโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงที่ลดลงตามแผนงาน สำหรับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 1%YoY จากการปรับเพิ่มผลประโยชน์พนักงานตามปกติ



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

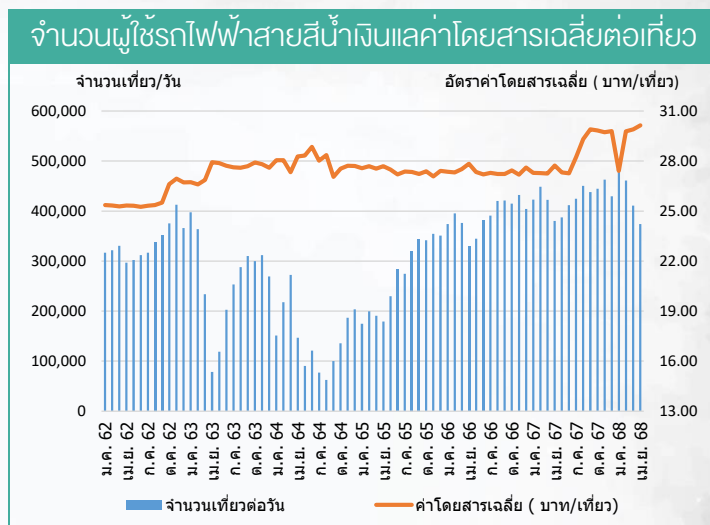
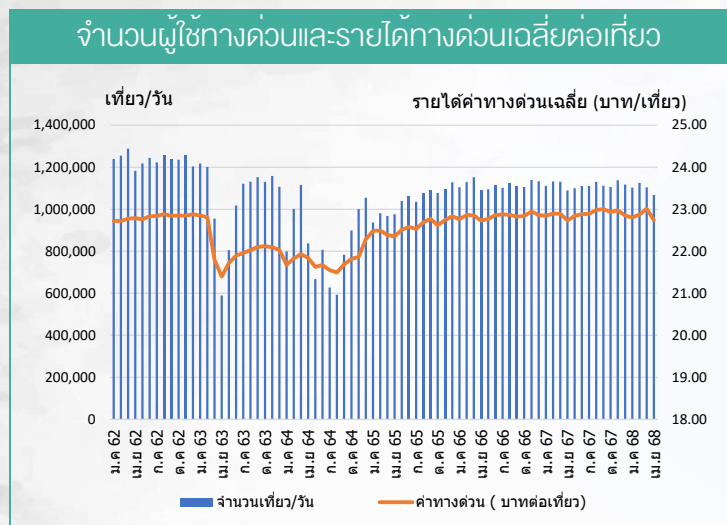


ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

จำนวนผู้ใช้ทางด่วนและรถไฟฟ้าลดลงในเดือน เม.ย แต่สถานการณ์จะกลับสู่ปกติในเดือน พ.ค

เหตุแผ่นดินไหวครั้งใหญ่ที่เกิดขึ้นปลายเดือน มี.ค 68 ส่งผลให้ประชาชนบางส่วนลดกิจกรรมการเดินทางนอกบ้าน และทำให้จำนวนผู้ใช้บริการทางด่วนและรถไฟฟ้าใต้ดินสายสีน้ำเงิน เดือน เม.ย ปรับตัวลดลง 2%YoY และ 1.7%YoY ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าจำนวนผู้ใช้ทางด่วนและรถไฟฟ้าใต้ดินสายสีน้ำเงินในเดือน พ.ค กลับเข้าสู่ระดับปกติอีกครั้ง หลังไม่มีเหตุแผ่นดินไหวเกิดขึ้นอีก โดยการทยอยเปิดพื้นที่ให้บริการโครงการมิกซ์ยูสขนาดใหญ่อย่าง “One Bangkok” และ “ดุสิต เซ็นทรัล พาร์ค” จะช่วยเพิ่มจำนวนผู้ใช้บริการรถไฟฟ้าใต้ดินสถานี ลุมพินีและสถานีสีลมได้อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนธุรกิจทางพิเศษคาดหวังจะเห็นจำนวนผู้ใช้ทางด่วนปรับตัวสูงขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง หลังงานก่อสร้างถนนที่เชื่อมต่อกับทางด่วนทยอยแล้วเสร็จ โดยเฉพาะงานก่อสร้างถนนถนนพระราม 2 ที่ส่งผลกระทบต่อจำนวนผู้ใช้ทางด่วนที่ด้านดาวคะนอง-สุขสวัสดิ์ ส่งผลต่อเนื่องไปถึงผู้ใช้ทางด่วนขึ้นที่ 1 สำหรับทิศทางผลประกอบการ 2Q68 ยังอยู่ในแนวโน้มที่ดี โดยจะเห็นการเติบโตขึ้นชัดเจนเมื่อเทียบกับ

งวด 1Q68 และน่าจะอยู่ในระดับใกล้เคียงกับช่วงเดียวกันของปีก่อน เพราะงวด 2Q68 BEM จะมีการรับรู้รายได้จากเงินปันผลจาก CKP และ TTW เข้ามาเท่ากับปีก่อนจำนวน 337 ล้านบาท



พื้นฐานแข็งแกร่ง ไม่มีอะไรน่ากังวล ให้น้ำหนักลงทุน Outperform

ปัจจัยพื้นฐานของ BEM ยังคงแข็งแกร่งและมีโอกาสการเติบโตได้อีกจากหลายโครงการสัมปทานใหม่ที่จะเกิดขึ้น ส่วนประเด็นกดดันราคาหุ้นที่มาจากมาตรการรัฐที่อาจส่งผลกระทบต่อรายได้ของ BEM ฝ่ายวิจัยเชื่อว่า BEM จะได้รับการชดเชยส่วนต่างคืนในระดับใกล้เคียงเดิม คงให้น้ำหนัก Outperform ราคาเหมาะสมวิธี DCF ได้ที่ 10.60 บาท

การดำเนินการด้าน ESG ของ BEM

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

มิติด้านสังคม : BEM มีความมุ่งมั่นในการดำเนินงานเชื่อมต่อกับระบบคมนาคมขนส่งแบบครบวงจร เพื่ออำนวยความสะดวกในการเดินทางและช่วยบรรเทาปัญหาการจราจรที่หนาแน่นในเขต กทม. นอกเหนือจากนโยบายด้านคมนาคมแล้ว BEM ยังให้ความสำคัญกับด้านการศึกษาโดยการมอบทุนการศึกษาให้แก่เด็กและเยาวชนที่ขาดแคลนทุนทรัพย์

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

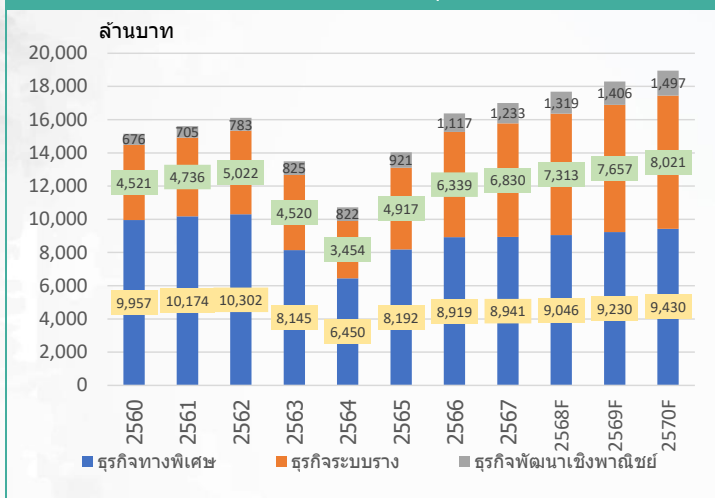
ESG COMMENT: แหล่งที่มาของรายได้คือระบบการขนส่งมวลชนสาธารณะรถไฟฟ้า ช่วยลดการใช้รถยนต์ส่วนตัวซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญในการปลดปล่อยก๊าซเรือนกระจก ขณะที่ธุรกิจทางพิเศษช่วยอำนวยความสะดวกในการเดินทาง บรรเทาปัญหาการจราจรที่หนาแน่นในเขตกทม. ดังนั้นรายได้ที่เติบโตขึ้นของ BEM ถือว่ามีส่วนส่งเสริมประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมไปในตัว

ผลประกอบการ 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	4,259	-2.5%	0.2%	17,004	16,374	4%
ต้นทุนขาย	2,333	2,391	2,248	2,357	2,318	2,426	2,396	2,327	-2.9%	-1.3%	9,497	9,311	2%
กำไรขั้นต้น	1,575	1,791	1,938	1,892	1,705	1,939	1,970	1,932	-1.9%	2.1%	7,507	7,063	6%
ค่าใช้จ่ายในการขาย	322	297	321	291	316	311	343	294	-14.4%	1.0%	1,261	1,241	2%
ดอกเบี้ยจ่าย	-601	-602	-596	-601	-611	-615	-600	-581	-3.1%	-3.2%	-2,427	-2,371	2%
กำไรจากการดำเนินงาน	901	970	859	847	1,003	1,067	851	871	2.4%	2.8%	3,768	3,479	8%
กำไรสุทธิ	901	970	859	847	1,003	1,067	851	871	2.4%	2.8%	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	2.4%	2.8%	0.25	0.23	8%
Gross Margin	40.3%	42.8%	46.3%	44.5%	42.4%	44.4%	45.1%	45.4%			44.1%	43.1%	
SG&A/Sale	8.2%	7.1%	7.7%	6.8%	7.9%	7.1%	7.9%	6.9%			7.4%	7.6%	
Net Gearing (เท่า)	1.92	1.83	1.78	1.71	1.87	2.23	2.34	2.45			2.34	1.78	
Book Value/Share (บาท)	2.33	2.40	2.46	2.53	2.38	2.39	2.39	2.38			2.39	2.46	

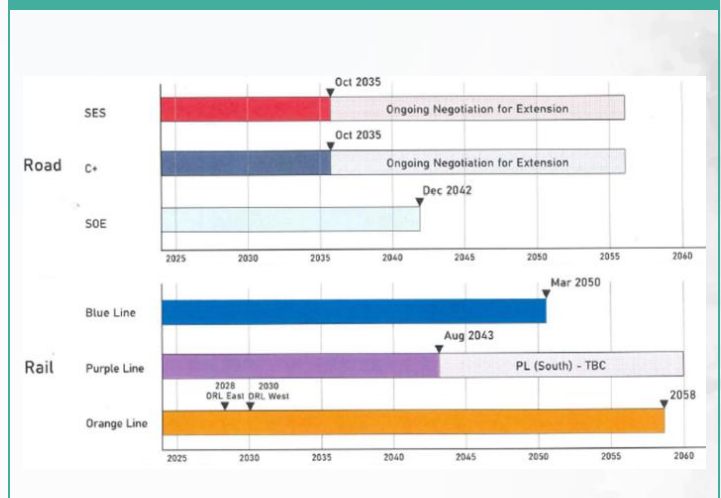
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

คาดการณ์รายได้แยกตามธุรกิจของ BEM



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

สัญญาณสีของ 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	17,661	18,274	18,930	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	9,497	9,887	10,218	10,577	กำไรสุทธิ	3,768	4,023	4,231	4,474
กำไรขั้นต้น	7,507	7,773	8,057	8,353	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,261	1,280	1,325	1,372	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	2,099	1,641	1,702	1,773
ดอกเบี้ยจ่าย	2,427	2,667	2,582	2,497	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(1)	-	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0	อื่นๆ	651	895	958	1,026
รายได้อื่น	762	1,015	947	915	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(13,410)	(3,423)	(4,480)	(4,748)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	4,581	4,841	5,097	5,399	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	(4,294)	5,267	4,455	4,493
ภาษีเงินได้	813	818	866	925	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	0	0	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	3,768	4,023	4,231	4,474	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ไม่มีตัวตน	(47)	(50)	(50)	(50)
กำไรจากการดำเนินงาน	3,768	4,023	4,231	4,474	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ไม่มีตัวตน	(3)	-	-	-
EPS	0.25	0.26	0.28	0.29	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(7,074)	(9,494)	(9,494)	(9,502)
					กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
การเติบโตของยอดขาย	4%	4%	3%	4%	เพิ่ม/ลด เงินกู้	15,248	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	8%	7%	5%	6%	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	(2,452)	-	-	-
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	44%	44%	44%	44%	เพิ่ม/ลด วอร์เรน				
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	22%	23%	23%	24%	ลด จ่ายปันผล	(2,137)	(2,751)	(2,751)	(3,057)
					กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	11,795	4,582	4,667	4,446
					เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	426	354	(372)	(564)
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	4,023	4,365	4,366	4,259	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	1,672	2,027	1,654	1,091
ต้นทุนขาย	2,318	2,426	2,396	2,327	ลูกหนี้การค้า	908	883	914	947
กำไรขั้นต้น	1,705	1,939	1,970	1,932	สินค้าคงเหลือ				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	316	311	343	294	สินทรัพย์สุทธิการใช้จ่าย + สินทรัพย์อื่นๆ	77,916	75,707	73,383	70,941
ดอกเบี้ยจ่าย	-611	-615	-600	-581	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	310	290	270	250
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0	สินทรัพย์รวม	132,773	144,419	156,214	167,970
รายได้อื่น	392	268	41	33					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,170	1,281	1,069	1,090	เจ้าหนี้การค้า+หนี้สินอื่นๆ	3,420	3,532	3,655	3,786
ภาษีเงินได้	167	214	218	219	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	106,586	116,902	127,241
กำไรสุทธิ	1,003	1,067	851	871					
กำไรจากการดำเนินงาน	1,003	1,067	851	871	ทุนที่ชำระแล้ว	15,285	15,285	15,285	15,285
EPS	0.07	0.07	0.06	0.06	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น+สำรองตามกฎหมาย	7,345	7,345	7,345	7,345
					กำไรสะสม	17,458	18,729	20,209	21,626
การเติบโตของยอดขาย	-5%	8%	0%	-2%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	36,560	37,832	39,312	40,729
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	18%	6%	-20%	2%					
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	42%	44%	45%	45%	ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	2	2	2	2
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	25%	24%	19%	20%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	132,773	144,419	156,214	167,970
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	6,818	7,296	7,639	8,003
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	2.80	2.79	Gross margin เฉลี่ย	44.1%	44.0%	44.1%	44.1%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	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%					
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	10.2%	10.8%	11.0%	11.2%					

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส