

บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์

ทุกธุรกิจสร้างมูลค่าเพิ่ม

Transportation
Neutral

ประเด็นการลงทุน: จากการประชุมนักวิเคราะห์ เรา ยังคงมั่นใจกับธุรกิจขนส่งมวลชนและธุรกิจสื่อของ BTS ความกังวลเรื่องกฎหมายต่อสัญญา O&M อาจส่งผลกระทบต่อเชิงลบต่อหุ้น แต่เราคาดว่าราคาได้สะท้อนถึงเรื่องนี้แล้ว นอกจากนี้ อัตราผู้โดยสารที่เติบโตแข็งแกร่ง กอปรธุรกิจสื่อที่ขยายตัวจะช่วยหนุนราคาหุ้นอย่างต่อเนื่อง

ธุรกิจขนส่งมวลชนมีแนวโน้มอัปไซด์: ธุรกิจขนส่งมวลชนยังคงเป็นตัวหลักที่หนุนอัตราเติบโตกำไรสุทธิของ BTS จำนวนผู้โดยสารเติบโตอย่างน่าประทับใจที่ 17.7% ในไตรมาส 1/55/56 (เม.ย.-มิ.ย.) สูงกว่าเป้าปี 2555-56 ของบริษัทที่ระหว่าง 12-15% นอกจากนี้ อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจขนส่งมวลชนสูงขึ้นเป็น 50.1% ในไตรมาส 1/55/56 จาก 44.4% ในไตรมาส 1/54/55 ทั้งอัตรากำไรขั้นต้นและจำนวนผู้โดยสารมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องจนถึงไตรมาส 2/55/56 หนุนโดย ช่วงไฮซีซั่น และการประหยัดต่อขนาด (economies-of-scale) สูงขึ้น

ตัวเลขย้อนหลังบ่งบอกว่าจำนวนผู้โดยสารจะสูงขึ้นโดยเฉลี่ย 10% QoQ ในช่วงไตรมาส 2 และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานส่วนใหญ่ของธุรกิจขนส่งมวลชนเป็นต้นทุนคงที่ และดังนั้นการเติบโตของผู้โดยสารจะส่งผลโดยตรงให้อัตรากำไรขั้นต้นขยายตัว

ธุรกิจโฆษณาช่วยสร้างมูลค่าเพิ่ม: รายได้จากธุรกิจโฆษณาเติบโตขึ้น 37% ทั้ง YoY และ QoQ ในไตรมาส 1/55/56 หนุนโดยรายได้จากการโฆษณาที่ไม่เกี่ยวข้องกับ BTS จากการทำสัญญาใหม่กับร้านโมเดิร์นเทรด นอกจากนี้ยังมีพื้นที่โฆษณาเพิ่มขึ้นเมื่อรถไฟฟ้า 35 ตู้ใหม่เริ่มให้บริการในเดือน พ.ย. 2555 ดังนั้นเราคาดว่าอัตราการเติบโตของรายได้น่าจะสามารถทำได้ตามเป้าที่ 40% YoY อย่างง่ายดาย

นอกจากนี้ อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจโฆษณาก็ปรับตัวสูงขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นจากการโฆษณาที่ไม่เกี่ยวข้องกับ BTS เพิ่มขึ้น 31.8% ในไตรมาส 1/55/56 จาก 24.4% ในไตรมาส 1/54/55 และ 12.2% ในไตรมาส 4/54/55 อัตรากำไรขั้นต้นจากการโฆษณาที่เกี่ยวข้องกับ BTS เพิ่มขึ้น 87.4% ในไตรมาส 1/55/56 จาก 86.6% ในไตรมาส 1/54/55 และ 85% ในไตรมาส 4/54/55 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเติบโตต่อเนื่องในไตรมาส 2/55/56 หนุนโดยช่วงไฮซีซั่นของธุรกิจโฆษณาในไตรมาส 2

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 7.95 บาท
ราคา (16/08/12): 5.25 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt48.2bn
12-mth price range	Bt0.51/Bt5.40
12-mth avg daily volume	Bt127.64m
# of shares (m)	9,166.3
Est. free float (%)	44.8
Foreign limit (%)	30.0

Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	555.4	577.3	658.4
Absolute	556.3	5818	672.1

Financial summary

FY Ended 31 Mar	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	7,976	10,712	11,319	11,891
Net profit (Btm)	2,062	1,240	1,820	2,342
EPS (Bt)	0.17	0.10	0.15	0.20
BLS/Consensus (x)	n.m.	0.86	0.83	n.m.
EPS growth (%)	+3,446.9%	(39.85%)	+46.76%	+28.67%
Core profit (Btm)	952	1,240	1,820	2,342
Core EPS (Bt)	0.08	0.10	0.15	0.20
Core EPS growth (%)	n.m.	+30.20%	+46.76%	+28.67%
PER (x)	30.5	50.7	34.5	n.m.
Core PER (x)	66.0	50.7	34.5	17.4
EV/EBITDA (x)	18.1	17.2	14.7	12.9
PBV (x)	1.3	1.3	1.2	1.2
Dividend (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	1.4	1.2	1.7	2.2
ROE (%)	5.9	3.4	4.7	5.7
Net gearing (x)	0.7	0.5	0.4	0.4

CG Rating - 2011



Company profile

BTS Group is the leading operator of mass transit services in Bangkok. It also runs the largest Out-of-Home Media company in Thailand and is engaged in property development along mass transit routes. Moreover, BTS Group has service businesses that provide strategic support.

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์: ยอดจองซื้อคอนโดสูงชันต่อเนื่อง ณ สิ้นเดือนมิ.ย. ยอดจองซื้อ Abstracts สุขุมวิท 66/1 สูงชันมาอยู่ที่ 67% จาก 66% ณ สิ้นเดือนมี.ค. และยอดจองซื้อ Abstract พหลโยธิน เพิ่มขึ้นเป็น 59% จาก 54% ณ สิ้นเดือนมี.ค. โรงแรม Eastin Grand แห่งใหม่ที่เปิดตัวในเดือนพ.ค. มีผลกำไรจากการดำเนินงาน(ก่อนหักค่าเสื่อม) ในเดือนก.ค. โดยมีอัตราการเข้าพักที่ 80% (ของห้องที่เปิดให้บริการทั้งหมด)

Figure 1: Sector comparisons

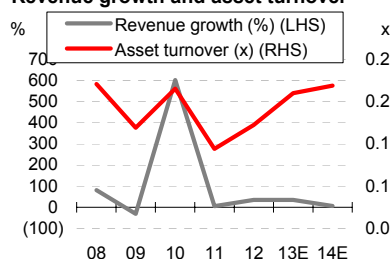
Company	Ticker	Price (Local)	Mkt Cap (US\$ mn)	PER		2-Yr EPS Growth (%)	PBV		Div Yld (%)		ROE (%)	
				FY12	FY13		FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13
Guangshen	525 HK	2.39	2,856	9.3	8.5	(3.0)	0.6	0.6	18.6	3.9	7.3	6.0
West Japan Railway	9021 JP	3480.00	8,783	na	na	+44.3	0.9	0.9	2.2	3.1	4.2	7.8
Nippon Express	9062 JP	317.00	4,249	na	na	+5.2	0.7	0.6	3.1	3.2	5.7	5.8
MTR Corp	66 HK	28.10	20,963	18.4	18.3	(21.7)	1.2	1.2	2.3	2.7	12.0	6.4
SMRT Corp	MRT SP	1.67	174	17.9	17.3	+10.2	3.0	2.8	5.1	4.1	15.1	17.1
Bangkok Metro	BMCL TB	0.62	235	-	-	(9.9)	8.3	na	0.0	0.0	(47.0)	(86.4)
BTS Group Holdings	BTS TB	5.25	1,526	30.5	50.7	+361.9	1.3	1.3	1.4	1.2	5.9	3.4
Average				19.0	23.7	+55.3	2.3	1.2	4.7	2.6	0.4	(5.7)

Note: Prices as at 16/08/12

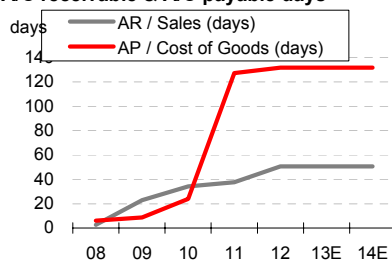
Sources: Company, Bloomberg, Bualuang Research estimates

Financial tables

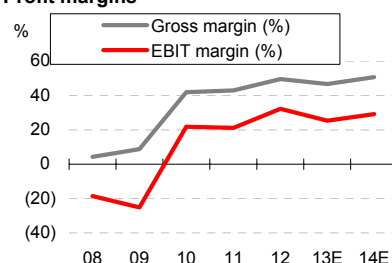
Revenue growth and asset turnover



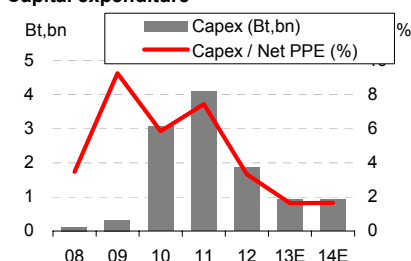
A/C receivable & A/C payable days



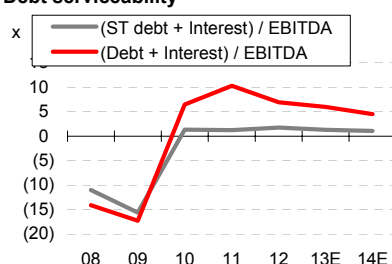
Profit margins



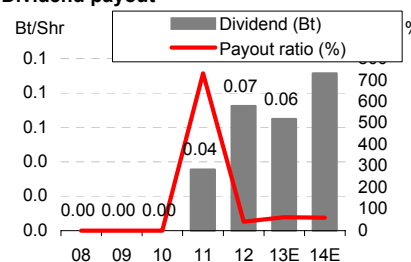
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



	2011	2012	2013E	2014E	2015E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	5,892	7,976	10,712	11,319	11,891
Cost of sales and services	(3,357)	(4,020)	(5,712)	(5,588)	(5,585)
Gross profit	2,535	3,956	5,000	5,732	6,306
SG&A	(1,283)	(1,389)	(2,287)	(2,432)	(2,564)
EBIT	1,252	2,567	2,713	3,299	3,742
Interest expense	(1,602)	(1,432)	(1,094)	(846)	(540)
Other income/exp.	180	122	171	174	178
EBT	(170)	1,257	1,790	2,627	3,381
Corporate tax	(106)	(173)	(382)	(560)	(721)
After-tax net profit (loss)	(276)	1,085	1,408	2,067	2,660
Minority interest	(58)	(130)	(169)	(248)	(319)
Equity earnings from affiliates	1	(2)	1	1	1
Extra items	585	1,109	0	0	0
Net profit (loss)	252	2,062	1,240	1,820	2,342
Reported EPS	0.00	0.14	0.13	0.18	0.24
Fully diluted EPS	0.00	0.17	0.10	0.15	0.20
Core net profit	(333)	952	1,240	1,820	2,342
Core EPS	(0.03)	0.08	0.10	0.15	0.20
EBITDA	2,439	4,070	4,138	4,765	5,250

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	4.6	35.4	34.3	5.7	5.1
Gross margin (%)	43.0	49.6	46.7	50.6	53.0
EBITDA margin (%)	41.4	51.0	38.6	42.1	44.1
Operating margin (%)	21.2	32.2	25.3	29.1	31.5
Net margin (%)	4.3	25.8	11.6	16.1	19.7
Core profit margin (%)	(5.7)	11.9	11.6	16.1	19.7
ROA (%)	0.4	3.2	1.9	2.7	0.0
ROCE (%)	0.5	3.3	2.0	2.9	0.0
Asset turnover (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Current ratio (x)	1.6	0.9	1.1	1.2	0.9
Gearing ratio (x)	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
Interest coverage (x)	0.8	1.8	2.5	3.9	6.9

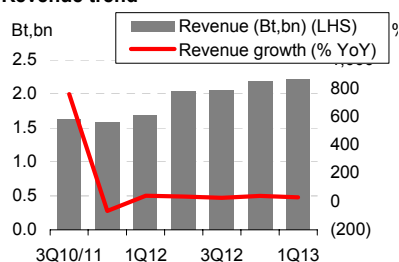
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,825	1,333	2,606	2,986	2,098
Accounts receivable	608	1,107	1,486	1,570	1,650
Inventory	34	93	132	129	129
PP&E-net	54,964	56,402	55,899	55,355	54,772
Other assets	2,714	2,619	2,656	2,694	2,735
Total assets	63,703	66,889	66,912	66,886	65,555
Accounts payable	1,170	1,452	2,064	2,019	2,018
ST debts & current portion	1,397	5,766	4,251	4,251	5,751
Long-term debt	22,108	21,078	19,356	16,350	11,918
Other liabilities	424	540	567	596	626
Total liabilities	26,193	29,957	27,413	24,450	21,608
Paid-up capital	35,769	36,600	38,209	39,818	39,818
Share premium	0	351	502	652	652
Retained earnings	(1,476)	(2,033)	(1,413)	(503)	668
Shareholders' equity	34,775	35,290	37,688	40,377	41,568
Minority interests	2,734	1,642	1,812	2,060	2,379
Total Liab.&Shareholders' equity	63,703	66,889	66,912	66,886	65,555

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
CASH FLOW (Btm)					
Net income	252	2,062	1,240	1,820	2,342
Depreciation and amortization	1,187	1,503	1,425	1,466	1,507
Change in working capital	(1,236)	(2,612)	1,450	(85)	(39)
FX, non-cash adjustment & others	1,186	802	(558)	250	1,775
Cash flows from operating activities	1,390	1,756	3,557	3,450	5,585
Capex (Invest)/Divest	(4,097)	(1,872)	(917)	(918)	(919)
Others	(20,712)	(447)	(36)	(39)	(41)
Cash flows from investing activities	(24,809)	(2,320)	(953)	(957)	(960)
Debt financing (repayment)	23,766	2,858	(2,470)	(2,963)	(4,342)
Equity financing	24	0	1,759	1,759	1,760
Dividend payment	(1,023)	(1,031)	(620)	(910)	(1,171)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	22,767	1,828	(1,330)	(2,113)	(3,752)
Net change in cash	(652)	1,264	1,273	380	872
Free cash flow (Btm)	(2,707)	(116)	2,640	2,532	4,665
FCF per share (Bt)	(0.30)	(0.01)	0.28	0.25	0.47

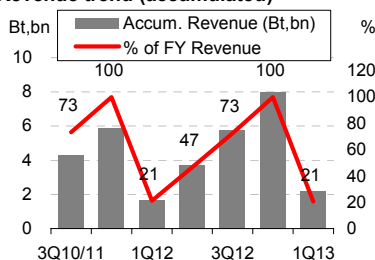
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Financial tables

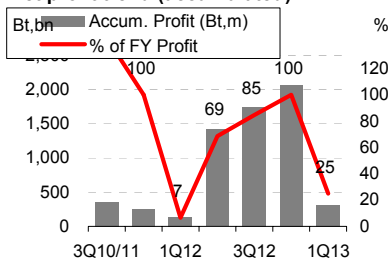
Revenue trend



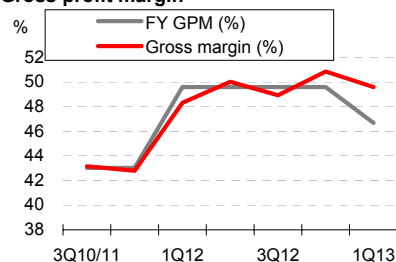
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q11/12	2Q11/12	3Q11/12	4Q11/12	1Q12/13
Revenue	1,693	2,034	2,057	2,192	2,209
Cost of sales and services	(875)	(1,017)	(1,051)	(1,078)	(1,114)
Gross profit	818	1,017	1,007	1,115	1,096
SG&A	(336)	(326)	(338)	(389)	(353)
EBIT	482	691	669	726	743
Interest expense	(353)	(356)	(357)	(366)	(373)
Other income/exp.	45	45	21	11	26
EBT	173	380	332	371	396
Corporate tax	(43)	(52)	(37)	(41)	(56)
After-tax net profit (loss)	131	329	295	331	340
Minority interest	(21)	(56)	(19)	(34)	(17)
Equity earnings from affiliates	(3)	0	0	(0)	(0)
Extra items	29	1,009	53	19	(14)
Net profit (loss)	136	1,282	329	315	309
Reported EPS	0.002	0.022	0.006	0.006	0.005
Fully diluted EPS	0.002	0.017	0.004	0.004	0.004
Core net profit	107	273	276	296	324
Core EPS	0.001	0.004	0.004	0.004	0.004
EBITDA	802	1,083	989	1,196	1,143

KEY RATIOS

	1Q11/12	2Q11/12	3Q11/12	4Q11/12	1Q12/13
Gross margin (%)	48.3	50.0	48.9	50.8	49.6
EBITDA margin (%)	47.4	53.3	48.1	54.6	51.7
Operating margin (%)	28.5	34.0	32.5	33.1	33.6
Net margin (%)	8.1	63.0	16.0	14.4	14.0
Core profit margin (%)	6.3	13.4	13.4	13.5	14.6
BV (Bt)	0.66	0.66	0.66	0.65	0.65
ROE (%)	1.5	14.3	3.6	3.5	3.5
ROA (%)	0.8	7.9	2.0	1.9	1.8
Current ratio (x)	1.7	1.1	1.0	0.9	1.0
Gearing ratio (x)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
Interest coverage (x)	1.4	1.9	1.9	2.0	2.0

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11/12	2Q11/12	3Q11/12	4Q11/12	1Q12/13
Cash & Equivalent	2,103	1,052	1,375	1,333	1,065
Accounts receivable	731	645	979	1,107	1,467
Inventory	120	177	177	93	92
PP&E-net	55,016	55,152	56,528	56,321	56,132
Other assets	3,021	2,718	2,860	2,619	2,864
Total assets	64,664	64,901	67,171	66,889	67,276
Accounts payable	413	159	382	1,452	1,416
ST debts & current portion	1,541	1,385	2,270	3,270	2,912
Long-term debt	22,559	20,625	21,108	21,078	21,227
Other liabilities	450	478	516	540	551
Total liabilities	26,993	27,246	29,167	29,957	29,954
Paid-up capital	36,600	36,600	36,600	36,600	36,642
Share premium	351	351	351	351	364
Retained earnings	(1,685)	(1,352)	(1,023)	(2,033)	(1,723)
Shareholders equity	35,630	35,967	36,296	35,290	35,662
Minority interests	2,041	1,689	1,708	1,642	1,659
Total Liab.&Shareholders' equity	64,664	64,901	67,171	66,889	67,276

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100	▲▲▲▲▲	Excellent
80 – 89	▲▲▲▲	Very Good
70 – 79	▲▲▲	Good
60 – 69	▲▲	Satisfactory
50 – 59	▲	Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.