

BEM

Outperform

กำไร 4Q67 ทรงตัวจากการบันทึกค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น

Flash Points

- งวด 4Q67 กำไรสุทธิ 851 ล้านบาท ลดลง 1%YoY แม้รายได้ธุรกิจหลักจะเติบโต 4%YoY แต่มีการบันทึกค่าใช้จ่ายค่าซ่อมบำรุงรถไฟฟ้าเพิ่มขึ้น รวมถึงการจ่ายผลตอบแทนพนักงานเพิ่มตามผลประกอบการปี 2567 ที่ทำได้มากกว่าปีก่อน
- ปี 2567 กำไรสุทธิ 3,768 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 8%YoY การเติบโตหลักมาจากธุรกิจระบบรางที่มีจำนวนผู้ใช้บริการรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินเพิ่มขึ้น และธุรกิจพัฒนาเชิงพาณิชย์ที่เติบโตตามจำนวนผู้ใช้บริการรถไฟฟ้า

Impact Insight

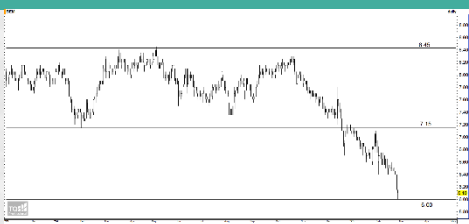
- กลยุทธ์หลักมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีในปี 2568 ในรูปแบบ organic Growth ตามการขยายตัวของเมืองและกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่มากขึ้น โดยธุรกิจพัฒนาเชิงพาณิชย์จะมีการเติบโตมากที่สุดจากแผนเพิ่มพื้นที่สีเขียวและการอพยพพื้นที่ Metro Mall
- โอกาสการเติบโตในอนาคตมีมากขึ้นจากโครงการสัมปทานใหม่ๆ ทั้งที่เซ็นสัญญาแล้วคือสัญญาการเดินรถโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม รวมถึงสัมปทานใหม่ที่น่าจะได้ออสรูปภายในปีนี้ คือ โครงการทางด่วนขั้นที่ 2 และสัญญาเดินรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้

Execution

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



Technical Chart



แนวโน้มราคา : SIDEWAYS DOWN
แนวรับ : 6.00 บาท
แนวต้าน : 7.15/8.45 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ราคาปัจจุบัน (บาท)

6.10

Upside (%)

73.77

ราคาเป้าหมาย (บาท)

10.60

Dividend yield (%)

2.95

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 | 22.10 | 20.75 | 2.24 | 2.15 |
| BTS GROUP HOLDIN | 175.71 | 205.00 | 1.63 | 1.71 |

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

| สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2566 | 2567 | 2568F | 2569F | 2569F |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| กำไรสุทธิ (ล้านบาท) | 3,479 | 3,768 | 4,023 | 4,238 | 4,490 |
| Norm Profit (ล้านบาท) | 3,479 | 3,768 | 4,023 | 4,238 | 4,490 |
| EPS (บาท) | 0.23 | 0.25 | 0.26 | 0.28 | 0.29 |
| PER (X) | 26.80 | 24.74 | 23.18 | 22.00 | 20.77 |
| DPS (บาท) | 0.14 | 0.15 | 0.18 | 0.18 | 0.20 |
| Dividend Yield (%) | 2.30% | 2.46% | 2.95% | 2.95% | 3.28% |
| Book Value (บาท) | 2.46 | 2.39 | 2.47 | 2.57 | 2.67 |
| P/BV (X) | 2.48 | 2.55 | 2.46 | 2.37 | 2.29 |
| EVEBITDA (X) | 18.75 | 19.65 | 20.61 | 21.19 | 21.62 |

ESG Assessment

SET ESG Ratings

CG Score

Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง

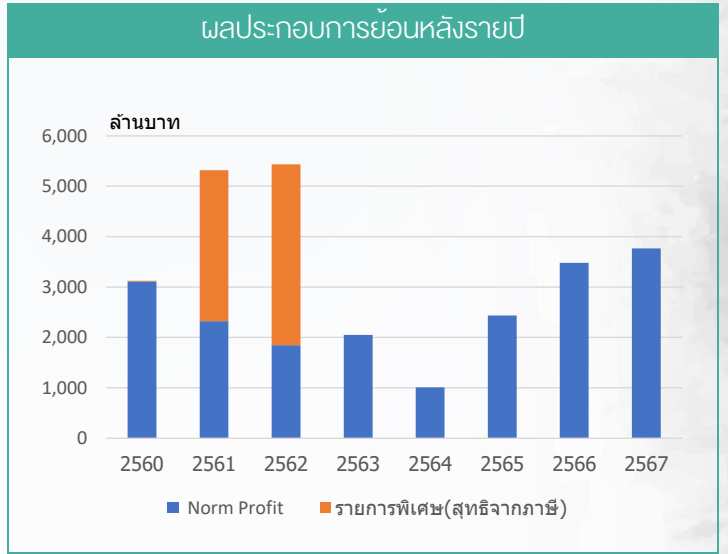
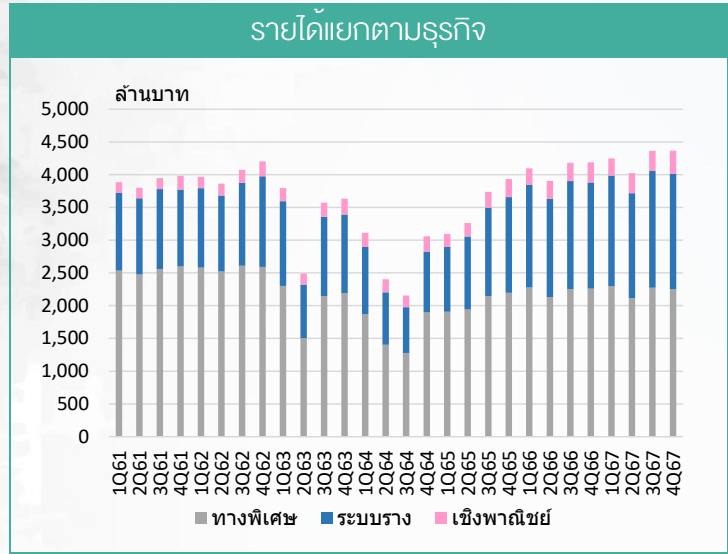
ที่มา : SET

AAA

ดีเลิศ

งวด 4Q67 กำไรสุทธิ 851 ล้านบาท ลดลง 1%YoY

งวด 4Q67 กำไรสุทธิ 851 ล้านบาท (-20%QoQ, -1%YoY) ผลประกอบการลดลงเทียบกับงวด 3Q67 เป็นไปตามฤดูกาลที่ไตรมาส 4 มีจำนวนวันหยุดมากกว่าไตรมาส 3 อีกทั้งไตรมาสนี้ BEM ไม่ได้รับเงินปันผลจาก TTW เหมือนไตรมาส 3 ขณะที่กำไรลดลงเล็กน้อยเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน แม้ว่าจะมีรายได้จากธุรกิจหลักเพิ่มขึ้น 4%YoY ก็ตาม โดย 1) ธุรกิจทางพิเศษ มีรายได้ 2,253 ล้านบาท ลดลง 0.3%YoY 2) ธุรกิจระบบราง มีรายได้ 1,759 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 8.5%YoY และ 3) ธุรกิจพัฒนาเชิงพาณิชย์ มีรายได้ 355 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 16%YoY แต่ถูกหักล้างจากค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น ได้แก่ ค่าใช้จ่ายธุรกิจระบบรางที่เพิ่มขึ้น 7%YoY ซึ่งเกิดจากงานซ่อมบำรุงบางรายการที่ถูกเลื่อนมาตั้งแต่ปี 2566 รวมถึงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่เพิ่มขึ้น 7%YoY จากการบันทึกผลประโยชน์พนักงานที่เพิ่มตามผลประกอบการปี 2567 ที่ดีขึ้น



ที่มา : รายงานวิจัย นล.เอเชีย พลัส

ที่มา : รายงานวิจัย นล.เอเชีย พลัส

โดยรวมปี 2567 BEM มีกำไรสุทธิ 3,768 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 8%YoY และเป็นผลประกอบการปกติที่ไม่นับกำไรจากรายการพิเศษสูงสุดเป็นประวัติการณ์ พร้อมประกาศจ่ายเงินปันผลอัตราหุ้นละ 0.15 บาท (Dividend Payout Ratio 61%) คิดเป็น Dividend Yield 2.46% กำหนดขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 11 มี.ค.68

เติบโตได้อย่างมั่นคงทั้ง Organic growth และสัญญาสัมปทานใหม่ๆ

ทุกธุรกิจหลักของ BEM มีแนวโน้มการเติบโตที่ดีในปี 2568 ซึ่งเป็นการเติบโตแบบ organic Growth ตามการขยายตัวของเมืองและกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่มากขึ้น โดย **ธุรกิจทางพิเศษ** คาดหวังจะเห็นจำนวนผู้ใช้ทางด่วนปรับตัวสูงขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง หลังงานก่อสร้างถนนที่เชื่อมต่อกับทางด่วนทยอยแล้วเสร็จ โดยเฉพาะงานก่อสร้างบนถนนพระราม 2 ที่ส่งผลกระทบต่อจำนวนผู้ใช้ทางด่วนที่ด่านดาวคะนอง-สุขสวัสดิ์ ส่งผลต่อเนื่องไปถึงผู้ใช้ทางด่วนขั้นที่ 1 ส่วน **ธุรกิจระบบราง** น่าจะเห็นการเติบโตของจำนวนผู้ใช้บริการรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน 5-7%YoY หลังการเปิดดำเนินการของโครงการมีชัยขนาดใหญ่อย่าง "One Bangkok" และ "ดุสิต เซ็นทรัลพาร์ค" ที่จะช่วยเพิ่มจำนวนผู้ใช้บริการรถไฟฟ้าใต้ดินสถานีฉุมพินิจและสถานีสีลมได้อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ **ธุรกิจพัฒนาเชิงพาณิชย์** ภายใต้บริษัท BMN จะมีการเติบโตชัดเจนที่สุดจากแผนเพิ่มพื้นที่สื่อโฆษณาบริเวณสถานีพระราม 9 และสถานีเพชรบุรี รวมถึงการติดตั้งป้ายโฆษณาเพิ่มเติมบนทางด่วน นอกจากนี้ BMN มีแผนที่จะเปิด Metro Mall เพิ่มที่สถานีลาดพร้าว และจะอัพเกรดพื้นที่ Metro Mall สถานีพระราม 9 ให้ใหญ่ขึ้น

สำหรับการเติบโตแบบ Inorganic จะมาจากสัญญาสัมปทานใหม่ที่ได้เซ็นสัญญาไปแล้วคือ สัญญาการเดินรถไฟฟ้าสายสีส้ม ซึ่งจะเริ่มเปิดดำเนินการฝั่งตะวันออก (ศูนย์วัฒนธรรมแห่งประเทศไทย-แยกร่มเกล้า) ต้นปี 2571 และเปิดดำเนินการตลอดเส้นทาง (บางขุนนนท์-ศูนย์วัฒนธรรมแห่งประเทศไทย-แยกร่มเกล้า) ปลายปี 2573 และยังมี

มีสัญญาสัมปทานที่คาดว่า BEM จะได้เข้ามาเพิ่มเติมภายในปีนี้ คือ การเจรจาลงทุนก่อสร้างทางด่วนชั้นที่ 2 หรือ "Double Deck" เงินลงทุน 3.5 หมื่นล้านบาท เพื่อแลกกับการต่ออายุสัมปทานทางด่วนชั้นที่ 1, 2 และ C+ ออกไปอีก 22 ปี 5 เดือน รวมถึงสัญญาการเดินรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ ช่วงเตาปูน-ราษฎร์บูรณะ ที่ รฟม. น่าจะมีการเจรจาตรงกับ BEM ในฐานะที่เป็นผู้ให้บริการเดินรถไฟฟ้าสายสีม่วงเหนือ ช่วงเตาปูน-บางใหญ่ เพื่อให้ รฟม. สามารถเปิดให้บริการเดินรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ได้ทันทีเมื่องานก่อสร้างโยธาแล้วเสร็จในปี 2570

ราคาหุ้นลดลงสวนทาง outlook ธุรกิจที่กำลังดีขึ้น ให้น้ำหนักลงทุน Outperform

ราคาหุ้น BEM ปรับตัวลดลง 14% นับตั้งแต่ต้นปี ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับตลาดหุ้นไทยและตลาดหุ้นในต่างประเทศ จากความกังวลเกี่ยวกับความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลกและสงครามการค้า โดย BEM ยังมีปัจจัยเฉพาะตัวเกี่ยวกับมาตรการรัฐที่อาจส่งผลกระทบต่อรายได้ของ BEM ซึ่งฝ่ายวิจัยเชื่อว่าลักษณะธุรกิจของ BEM ที่เป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่เกี่ยวเนื่องกับการใช้ชีวิตของผู้คนในประเทศ จะไม่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่างประเทศ ในขณะที่มาตรการจากภาครัฐใดๆที่ออกมา หากส่งผลกระทบต่อรายได้ของ BEM ก็จะต้องมีการชดเชยส่วนต่างคืนมาในระดับใกล้เคียงกัน ฝ่ายวิจัยยังคงให้น้ำหนัก Outperform ประเมินราคาเหมาะสมวิธี DCF ได้ที่ 10.60 บาท

การดำเนินการด้าน ESG ของ BEM

มิติด้านสิ่งแวดล้อม : BEM ให้ความสำคัญในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก โดยดำเนินการตามนโยบายสิ่งแวดล้อมและนโยบายการอนุรักษ์นิยม ทั้งนี้เพื่อรักษาสิ่งแวดล้อมและลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ (CO2) โดยมีแนวทางปฏิบัติ อาทิ การปลูกต้นไม้รอบอาคารเพื่อลดอุณหภูมิของแสงสว่าง การใช้พลังงานอันเกิดจากรธรรมชาติอย่างประหยัด และการลดมลพิษในอากาศรวมถึงมีการนำพลังงานที่เกิดแสงอาทิตย์มาใช้เพื่อการบำบัดน้ำในคลองธรรมชาติ เป็นต้น

มิติด้านสังคม : BEM มีความมุ่งมั่นในการดำเนินงานเชื่อมต่อกับระบบคมนาคมขนส่งแบบครบวงจร เพื่ออำนวยความสะดวกในการเดินทางและช่วยบรรเทาปัญหาการจราจรที่หนาแน่นในเขตกทม. นอกเหนือจากนโยบายด้านคมนาคมแล้ว BEM ยังให้ความสำคัญกับด้านการศึกษาโดยการมอบทุนการศึกษาให้แก่เด็กและเยาวชนที่ขาดแคลนทุนทรัพย์

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

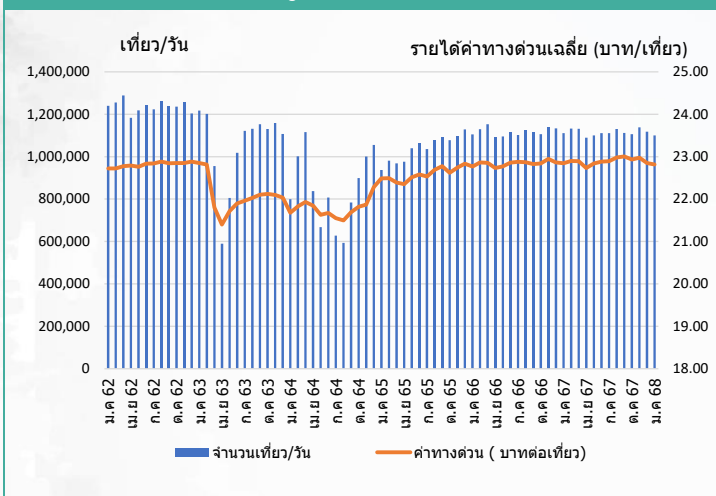
ESG COMMENT: แหล่งที่มาของรายได้คือระบบการขนส่งมวลชนสาธารณะรถไฟฟ้า ช่วยลดการใช้รถยนต์ส่วนตัวซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญในการปลดปล่อยก๊าซเรือนกระจก ขณะที่ธุรกิจทางพิเศษช่วยอำนวยความสะดวกในการเดินทาง บรรเทาปัญหาการจราจรที่หนาแน่นในเขตกทม. ดังนั้นรายได้ที่เติบโตขึ้นของ BEM ถือว่ามีส่วนส่งเสริมประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมไปในตัว

ผลประกอบการ 4Q67

| Key Data (ล้านบาท) | 1Q66 | 2Q66 | 3Q66 | 4Q66 | 1Q67 | 2Q67 | 3Q67 | 4Q67 | %QoQ | %YoY | 2567 | 2566 | %YoY |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|--------|--------|------|
| ยอดขาย | 4,099 | 3,908 | 4,182 | 4,186 | 4,249 | 4,023 | 4,365 | 4,366 | 0% | 4% | 17,004 | 16,374 | 4% |
| ต้นทุนขาย | 2,339 | 2,333 | 2,391 | 2,248 | 2,357 | 2,318 | 2,426 | 2,396 | -1% | 7% | 9,497 | 9,311 | 2% |
| กำไรขั้นต้น | 1,760 | 1,575 | 1,791 | 1,938 | 1,892 | 1,705 | 1,939 | 1,970 | 2% | 2% | 7,507 | 7,063 | 6% |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย | 301 | 322 | 297 | 321 | 291 | 316 | 311 | 343 | 10% | 7% | 1,261 | 1,241 | 2% |
| ดอกเบี้ยจ่าย | -572 | -601 | -602 | -596 | -601 | -611 | -615 | -600 | -2% | 1% | -2,427 | -2,371 | 2% |
| กำไรจากการดำเนินงาน | 749 | 901 | 970 | 859 | 847 | 1,003 | 1,067 | 851 | -20% | -1% | 3,768 | 3,479 | 8% |
| กำไรสุทธิ | 749 | 901 | 970 | 859 | 847 | 1,003 | 1,067 | 851 | -20% | -1% | 3,768 | 3,479 | 8% |
| รายการพิเศษ | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | 0 | 0 | |
| กำไรต่อหุ้น | 0.05 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 0.07 | 0.07 | 0.06 | -20% | -1% | 0.25 | 0.23 | 8% |
| Gross Margin | 42.9% | 40.3% | 42.8% | 46.3% | 44.5% | 42.4% | 44.4% | 45.1% | | | 44.1% | 43.1% | |
| SG&A/Sale | 7.4% | 8.2% | 7.1% | 7.7% | 6.8% | 7.9% | 7.1% | 7.9% | | | 7.4% | 7.6% | |
| Net Gearing (เท่า) | 1.86 | 1.92 | 1.83 | 1.78 | 1.71 | 1.87 | 2.23 | 2.34 | | | 2.34 | 1.78 | |
| Book Value/Share (บาท) | 2.44 | 2.33 | 2.40 | 2.46 | 2.53 | 2.38 | 2.39 | 2.39 | | | 2.39 | 2.46 | |

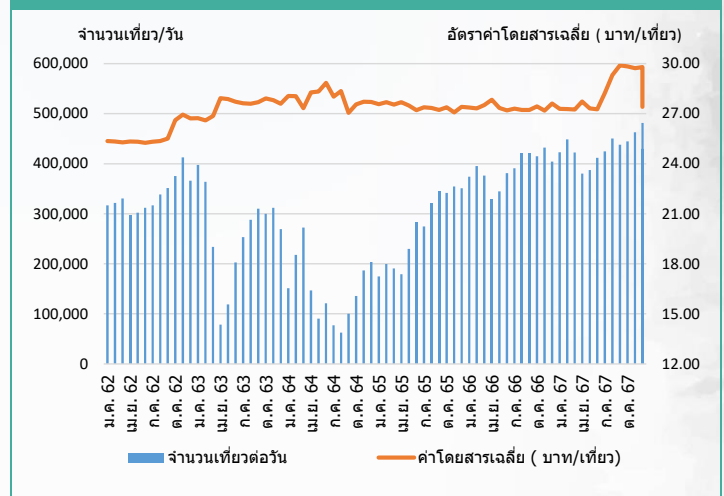
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

จำนวนผู้ใช้ทางด่วนรายเดือน



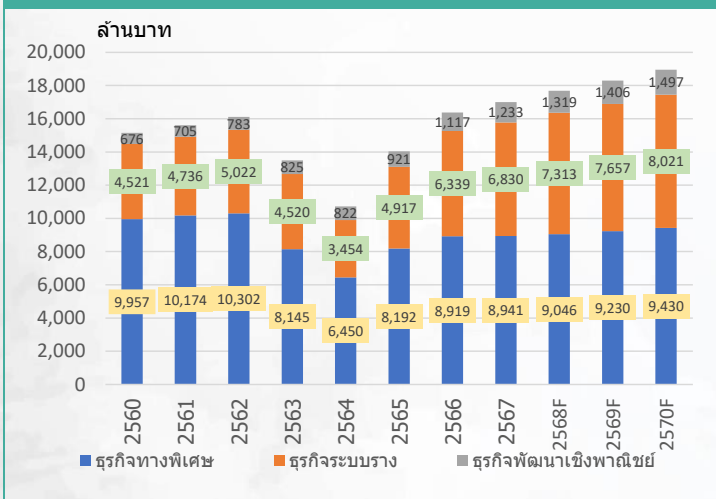
ที่มา : BEM

จำนวนผู้ใช้บริการรถไฟฟ้าใต้ดินสายสีน้ำเงิน



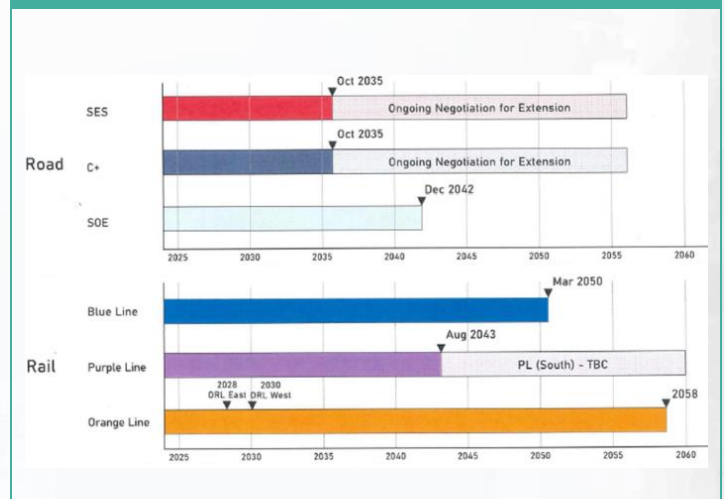
ที่มา : BEM

คาดการณ์รายได้แยกตามธุรกิจของ BEM



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

สัญญาสัมปทานของ BEM



ที่มา : BEM

