

# บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์

# BTS

บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg Reuters BTS TB BTS.BK



บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## Sentiment เชิงบวก vs. ความท้าทายหลัก

เรายังคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ BTS โดยปรับราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ใหม่เป็น 5.9 บาท/หุ้น (4.1 บาท สำหรับธุรกิจหลัก และ 1.8 บาท สำหรับเงินลงทุน) จาก 9.6 บาท หลังจากตัดมูลค่าการต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้ายาสีเขียวออกจากราคาเป้าหมาย เนื่องจากเราเชื่อว่าการได้รับเงินชำระหนี้จำนวน 2.3 หมื่นลบ. จากทาง กทม. เมื่อไม่นานนี้ ทำให้สมมติฐานของเราใช้การไม่ได้อีกต่อไป นอกจากนี้ เรายังปรับมูลค่าเงินลงทุนใน BTSGIF ลดลงเพื่อสะท้อนราคาเป้าหมายใหม่ของเรากับ แม้ว่าผู้บริหารได้ชี้แจงประเด็นหลักๆ ที่นักลงทุนวิตกกังวลในการประชุมครั้งล่าสุด แต่เราเชื่อว่ากำไรปกติ 1QFY68 ยังไม่น่าจะถึงจุดต่ำสุด การได้รับเงินชำระหนี้จากทาง กทม. อีก 3.6 หมื่นลบ. จะสร้าง sentiment เชิงบวกต่อราคาหุ้น แต่ไม่มีผลกระทบต่อราคาเป้าหมายของเรา เนื่องจากเราใช้สมมติฐานไว้แล้วว่าในที่สุดแล้วบริษัทจะได้รับเงินจำนวนนี้

**สรุปผลประกอบการ 4QFY67 (ม.ค.-มี.ค. 2567)** BTS รายงานกำไรสุทธิ 36 ลบ. ใน 4QFY67 ปรับตัวดีขึ้นจากขาดทุนสุทธิ 4.8 พันลบ. ใน 3QFY67 และขาดทุนสุทธิ 222 ลบ. ใน 4QFY66 หากตัดรายการพิเศษออกไป พบว่ากำไรปกติอยู่ที่ 79 ลบ. ลดลง 45.1% QoQ แต่ดีขึ้นจากขาดทุนปกติ 38 ลบ. ใน 4QFY66 สาเหตุหลักที่ทำให้ผลประกอบการอ่อนตัวลง QoQ เป็นผลมาจากรายได้จาก BTSGIF ที่ลดลงสู่ 125 ลบ. (-34.9% QoQ) รายได้ดอกเบี้ยที่ลดลงสู่ 1.3 พันลบ. (-14.6%) และรายได้จากธุรกิจ MIX (สื่อโฆษณา) ที่ลดลงสู่ 1.2 พันลบ. (-17.1% QoQ) โดยรวมแล้ว BTS มีขาดทุนสุทธิ 5.2 พันลบ. ในปี FY2567 จากกำไรสุทธิ 1.8 พันลบ. ในปี FY2566 กำไรปกติปี FY2567 อยู่ที่ 275 ลบ. ลดลง 85.9% YoY BTS ประกาศงดจ่ายเงินปันผล

**ผู้บริหารชี้แจงประเด็นหลักๆ ที่นักลงทุนวิตกกังวล** เราได้เข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์ของ BTS เมื่อวานนี้ ผู้บริหารให้ความมั่นใจว่าโอกาสที่จะเห็นการบันทึกขาดทุนจากการด้อยค่าของเงินลงทุนในปีนี้เป็นค่อนข้างน้อยถ้าไม่ได้เกิดเหตุการณ์คล้ายๆ กับ COVID-19 สำหรับการประกาศเพิ่มทุนแบบมอบอำนาจทั่วไป (general mandate) นั้น เป็นการประกาศเหมือนทุกปี และผู้บริหารกล่าวว่าไม่ได้มีความตั้งใจที่จะเพิ่มทุนจริงๆ เนื่องจากบริษัทยังมีสภาพคล่องเพียงพอ ในส่วนของหนี้ที่ทาง กทม. ยังค้างชำระอีก 3.6 หมื่นลบ. นั้น ผู้บริหารคาดว่าศาลปกครองสูงสุดจะมีคำพิพากษาตัดสินในเดือนมิ.ย. หรือ ก.ค. ถ้าศาลฯ ตัดสินให้ BTS เป็นฝ่ายชนะ ทาง กทม. จะต้องชำระหนี้ภายใน 180 วัน

**ความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้หุ้นกู้ยังอยู่ในระดับต่ำ** หลังจาก TRIS ได้ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของ BTS จาก A- เป็น BBB+ และบริษัทรายงานผลประกอบการปี FY2567 ที่อ่อนแอ เราได้รับคำถามจากนักลงทุนว่าบริษัทยังมีสภาพคล่องเพียงพอที่จะรองรับการชำระคืนหุ้นกู้ที่กำลังจะหมดอายุหรือไม่ จากการประเมินของเรา BTS มีสินทรัพย์สภาพคล่องในมือ 4.22 หมื่นลบ. ณ เดือนมี.ค. 2567 แบ่งเป็นเงินสด 2.92 หมื่นลบ. (รวมเงิน 2.3 หมื่นลบ. ที่ทาง กทม. ได้ชำระหนี้มาแล้วในเดือนเม.ย.) และเงินลงทุนที่มีสภาพคล่อง 1.3 หมื่นลบ. สินทรัพย์สภาพคล่องดังกล่าวมีจำนวนมากเกินพอที่จะนำไปใช้ชำระคืนหุ้นกู้ที่กำลังจะหมดอายุในอีก 3 ปีข้างหน้า ซึ่งมีมูลค่า 2.92 หมื่นลบ.

**กำไรปกติรายไตรมาสยังไม่ถึงจุดต่ำสุด** เราคาดว่ากำไรปกติ 1QFY68 (เม.ย.-มิ.ย. 2567) จะลดลงเล็กน้อย QoQ เนื่องจากรายได้ดอกเบี้ยน่าจะลดลงหลังจากทาง กทม. ชำระหนี้ให้กับ BTS มาแล้ว 2.3 หมื่นลบ. และบริษัทนำเงิน 1 หมื่นลบ. ไปชำระคืนหนี้ เราเชื่อว่าผลกระทบเชิงลบต่อ P&L จากประเด็นจะมีน้ำหนักมากกว่าการไม่มีส่วนแบ่งขาดทุนจาก KEX หลังจากกลุ่ม BTS (รวมถึง VGI) ได้ขายหุ้นที่ถืออยู่ใน KEX ออกไปเหลือแค่ 3% ในช่วงปลายเดือนมี.ค.

**ปัจจัยเสี่ยงและความกังวล** จำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองฟื้นตัวช้า โดยรถไฟฟ้าสองสายนี้สร้างผลขาดทุนสุทธิ 400 ลบ. เมื่ออิงกับตัวเลขใน 4QFY67 ความเสี่ยงด้าน ESG สำหรับ BTS คือ ความน่าเชื่อถือในการให้บริการ

### Forecasts and valuation

Year to 31 Mar	Unit	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Revenue	(Btmn)	18,311	18,175	16,809	17,657	19,245
EBITDA	(Btmn)	7,992	8,261	7,949	8,436	9,292
Core profit	(Btmn)	1,952	275	267	870	1,618
Reported profit	(Btmn)	1,836	(5,241)	267	870	1,618
Core EPS	(Bt)	0.15	0.02	0.02	0.07	0.12
DPS	(Bt)	0.31	0.00	0.02	0.07	0.12
P/E, core	(x)	33.3	236.9	243.8	74.7	40.2
EPS growth, core	(%)	(32.5)	(85.9)	(2.8)	226.2	85.9
P/BV, core	(x)	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
ROE	(%)	2.3	0.4	0.4	1.3	2.4
Dividend yield	(%)	6.3	0.0	0.4	1.3	2.5
EV/EBITDA	(x)	26.2	27.7	28.2	26.0	23.2
EBITDA growth	(%)	(4.7)	3.4	(3.8)	6.1	10.1

Source: InnovestX Research

## Tactical: NEUTRAL (3-month)

### Stock data

Last close (Jun 6) (Bt)	4.94
Target price (Bt)	5.90
Mkt cap (Btbn)	65.05
Mkt cap (US\$mn)	1,788

Beta	L
Mkt cap (%) SET	0.40
Sector % SET	8.28
Shares issued (mn)	13,168
Par value (Bt)	4.00
12-m high / low (Bt)	8.1 / 4.6
Avg. daily 6m (US\$mn)	11.79
Foreign limit / actual (%)	49 / 6
Free float (%)	59.3
Dividend policy (%)	≥ 50

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(19.7)	(2.2)	(30.9)
Relative to SET	(16.8)	1.0	(20.3)

Source: SET, InnovestX Research

### 2023 Sustainability/ ESG Score

SET ESG Ratings	AA
-----------------	----

### ESG Bloomberg Rank in the sector

ESG Score Rank	1/27
Environmental Score Rank	1/27
Social Score Rank	1/27
Governance Score Rank	1/27

### ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

BTS มีคะแนน ESG สูงสุดในกลุ่มอุตสาหกรรม และยังมีคะแนนสูงสุดในแต่ละด้านอีกด้วย (สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล)

Source: Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### กิตติส พุทธิภัทร, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1007  
kittisorn.pruitipat@scb.co.th

### จุดเด่น

BTS เป็นผู้นำด้านการพัฒนาและดำเนินงานระบบรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนในประเทศไทย บริษัทได้รับสัมปทานรถไฟฟ้าสายสีเขียวหลัก ซึ่งพาดผ่านพื้นที่ที่ได้รับความนิยมในการเดินทางหลายพื้นที่ด้วยกันในกรุงเทพฯ BTS ได้ขายสิทธิการได้รับรายได้ค่าโดยสารสุทธิให้กับ BTSGIF ซึ่งบริษัทถือหน่วยลงทุนอยู่ 33% นอกจากนี้ BTS ยังเป็นผู้นำในธุรกิจสื่อออกบ้าน (Out-of-Home) ในประเทศไทยผ่านทาง การลงทุนใน VGI (ถือหุ้น 60.4%) ซึ่งขยายเครือข่ายสื่อโฆษณาไปทั่วภูมิภาคอาเซียน BTS ยังมีธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ภายใต้ RABBIT (ถือหุ้น 35%) ด้วย

### แนวโน้มธุรกิจ

เราเชื่อว่าทุกธุรกิจของ BTS อยู่ในช่วงฟื้นตัว และคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวกลับคืนสู่ระดับก่อนเกิด COVID ในปี FY2568 (เม.ย. 2567-มี.ค. 2568) แนวโน้มระยะยาวเป็นบวก เนื่องจากมีโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานหลายโครงการที่จะเปิดประมูล เช่น รถไฟฟ้า และมอเตอร์เวย์ ซึ่ง BTS มีโอกาสชนะการประมูล นอกจากนี้แล้ว BTS ก็มีโครงการโครงสร้างพื้นฐานหลายโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรของบริษัทเติบโตอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม แนวโน้มในระยะสั้นมีความท้าทายเนื่องจากโมเมนตัมการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองค่อนข้างอ่อนแอ ซึ่งน่าจะเป็นตัวจุดรั้งกำไรในระยะสั้น

Bullish views	Bearish views
1. กำไรสุทธิทำจุดต่ำสุดไปแล้วในปี FY2567	1. แนวโน้มกำไรปกติในไตรมาสถัดไป อ่อนแอ
2. กทม. ชำระหนี้ให้กับ BTS ซึ่งจะช่วยหนุนให้งบดุลของบริษัทปรับตัวดีขึ้น	

### ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
พัฒนาการล่าสุด	กทม. ชำระหนี้งาน E&M จำนวน 2.3 หมื่นล. ให้กับ BTS แล้ว	บวกเล็กน้อย	เนื่องจากประมาณการของเราใช้สมมติฐานไว้แล้วว่า ในที่สุด กทม. จะชำระหนี้ให้กับ BTS
แนวโน้มผลประกอบการระยะสั้น	โมเมนตัมผลประกอบการ 1QFY68	อ่อนแอลง QoQ แต่ดีขึ้น YoY	คาดลดลงเล็กน้อย QoQ จากรายได้ดกเบียดที่ลดลงหลังจาก กทม. ชำระหนี้ 2.3 หมื่นล. ในเดือนเม.ย.
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี FY2568	การชำระหนี้งาน O&M จาก กทม.	บวกเล็กน้อย	ประเด็นนี้จะสร้าง sentiment เชิงบวกต่อราคาหุ้น แต่มีผลกระทบจำกัดต่อราคาเป้าหมายของเรา เนื่องจากเราใช้สมมติฐานไว้แล้วว่า กทม. จะชำระหนี้งานนี้ให้กับ BTS

### การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 5% ในจำนวนผู้โดยสาร BTS	0.8%	0.1 บาท/หุ้น

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

เรามองว่าธุรกิจของ BTS เองเป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม ธุรกิจลดไฟฟ้ามีการปล่อยมลพิษต่ำ บริษัทได้รับคัดเลือกเข้าเป็นสมาชิกในดัชนี Dow Jones Sustainability Index (DJSI) นอกจากนี้ BTS ยังได้รับรางวัล และได้รับการจัดอันดับให้เป็นผู้นำอันดับ 1 ของโลกในกลุ่มอุตสาหกรรมคมนาคมและโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมของ DJSI ด้วย ความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญสำหรับ BTS คือ ความน่าเชื่อถือในการให้บริการ

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

<b>Bloomberg ESG Score</b>	<b>67.88 (2023)</b>
Rank in Sector	1/27

	<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Ratings</b>
BTS	5	No	Yes	AA

Source: Thai IOD, The Dow Jones Industrial Average, SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

- บีทีเอส กรุ๊ป ได้ทบทวนและปรับปรุงนโยบายการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมที่มีผลบังคับใช้กับบริษัทย่อยและบริษัทร่วมของบริษัททั้งหมด
- นโยบายการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมได้กำหนดแนวทางในการดำเนินธุรกิจของกลุ่มบริษัทให้มีการคำนึงถึงแนวปฏิบัติที่เกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมในด้านต่างๆ
- นโยบายการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ครอบคลุมถึงการปฏิบัติงานของพนักงาน คู่ค้าและผู้รับเหมา รวมทั้งผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้อง

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

- บีทีเอส กรุ๊ป มุ่งหวังที่จะพัฒนาคุณภาพชีวิตและความเป็นอยู่ที่ดีของชุมชนผ่าน 3 ด้าน ได้แก่ สาธารณสุข การศึกษาที่มีคุณภาพ และการปกป้องสิ่งแวดล้อมและการบรรเทาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ
- สำหรับด้านสาธารณสุข บริษัทตั้งเป้า 1) เพิ่มการเข้าถึงบริการทางการแพทย์เพื่อคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้น 2) ทำประกันเพื่อสนับสนุนความเป็นอยู่ที่ดีของบุคลากรทางการแพทย์และครอบครัว และ 3) ให้ทุนสนับสนุนการพัฒนาศักยภาพและความสามารถของนักศึกษาพยาบาลไทยสู่การแข่งขันทักษาระดับนานาชาติ
- สำหรับการศึกษาที่มีคุณภาพและการแบ่งปันความรู้ บริษัทตั้งเป้าที่จะ 1) พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและสาธารณูปโภคให้กับโรงเรียนและชุมชนใกล้เคียง และ 2) ให้โอกาสการเรียนรู้แก่นักเรียนในชนบทและส่งเสริมความรู้ด้านระบบขนส่งสาธารณะ

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล (G)**

- นโยบายการกำกับดูแลกิจการของบริษัทครอบคลุม 5 หมวด ได้แก่ 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน 3) การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ 5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ
- ในปี 2564 บริษัทได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ “ดีเลิศ” และ Anti-corruption progress indicator ได้รับการรับรอง

**ESG Disclosure Score**

	2022	2023
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>68.82</b>	<b>67.88</b>
<b>Environment</b>	<b>57.51</b>	<b>58.47</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1	3.50	5.68
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Total Energy Consumption	160.08	176.40
<b>Social</b>	<b>61.52</b>	<b>57.74</b>
Human Rights Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Equal Opportunity Policy	Yes	Yes
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Anti-Bribery Ethics Policy	Yes	Yes
<b>Governance</b>	<b>87.36</b>	<b>87.36</b>
Size of Audit Committee	3	3
Number of Independent Directors on Audit Committee	3	3
Company Conducts Board Evaluations	1	1
Number of Executives / Company Managers	8	8
Director Share Ownership Guidelines	0	0

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY March 31	Unit	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Total revenue	(Btmn)	35,405	35,128	26,056	18,311	18,175	16,809	17,657	19,245
Cost of goods sold	(Btmn)	(29,566)	(28,674)	(20,267)	(12,311)	(12,804)	(10,089)	(10,021)	(10,605)
<b>Gross profit</b>	(Btmn)	<b>5,839</b>	<b>6,454</b>	<b>5,789</b>	<b>6,000</b>	<b>5,371</b>	<b>6,720</b>	<b>7,636</b>	<b>8,640</b>
SG&A	(Btmn)	(3,160)	(2,597)	(2,622)	(4,139)	(4,631)	(5,186)	(5,290)	(5,396)
Other income	(Btmn)	3,276	4,099	4,345	5,164	6,212	4,987	4,646	4,588
Interest expense	(Btmn)	(2,245)	(2,509)	(3,220)	(3,818)	(6,008)	(7,140)	(7,140)	(7,140)
<b>Pre-tax profit</b>	(Btmn)	<b>3,710</b>	<b>5,447</b>	<b>4,293</b>	<b>3,208</b>	<b>944</b>	<b>(620)</b>	<b>(148)</b>	<b>692</b>
Corporate tax	(Btmn)	(1,478)	(1,927)	(1,214)	(1,539)	(1,707)	124	30	(138)
Equity a/c profits	(Btmn)	2,071	(1,664)	(131)	350	(2,063)	913	1,140	1,218
Minority interests	(Btmn)	336	(783)	(55)	214	1,992	(150)	(152)	(153)
<b>Core profit</b>	(Btmn)	<b>4,640</b>	<b>1,072</b>	<b>2,892</b>	<b>2,233</b>	<b>(833)</b>	<b>267</b>	<b>870</b>	<b>1,618</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	3,522	3,504	934	(115)	(5,516)	0	0	0
<b>Net Profit</b>	(Btmn)	<b>8,162</b>	<b>4,576</b>	<b>3,826</b>	<b>2,117</b>	<b>(6,349)</b>	<b>267</b>	<b>870</b>	<b>1,618</b>
EBITDA	(Btmn)	6,926	8,767	8,383	7,992	8,261	7,949	8,436	9,292
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.35</b>	<b>0.08</b>	<b>0.22</b>	<b>0.15</b>	<b>0.02</b>	<b>0.02</b>	<b>0.07</b>	<b>0.12</b>
Net EPS	(Bt)	0.62	0.35	0.29	0.14	(0.40)	0.02	0.07	0.12
DPS	(Bt)	0.48	0.31	0.31	0.31	0.00	0.02	0.07	0.12

### Balance Sheet

FY March 31	Unit	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Total current assets	(Btmn)	22,398	14,157	23,153	22,707	47,707	49,662	55,888	63,523
Total fixed assets	(Btmn)	9,844	11,121	13,993	13,724	17,141	16,279	15,436	14,614
<b>Total assets</b>	(Btmn)	<b>173,100</b>	<b>212,076</b>	<b>255,867</b>	<b>270,926</b>	<b>272,082</b>	<b>267,077</b>	<b>267,706</b>	<b>269,764</b>
Total loans	(Btmn)	75,798	99,483	132,307	154,488	169,954	170,000	170,000	170,000
Total current liabilities	(Btmn)	32,915	32,270	47,524	40,835	51,754	44,687	44,744	46,152
Total long-term liabilities	(Btmn)	72,940	103,768	122,215	148,769	153,935	155,708	155,815	155,924
<b>Total liabilities</b>	(Btmn)	<b>105,855</b>	<b>136,038</b>	<b>169,739</b>	<b>189,604</b>	<b>205,689</b>	<b>200,396</b>	<b>200,559</b>	<b>202,075</b>
Paid-up capital	(Btmn)	62,942	63,015	63,050	63,081	63,081	63,081	63,081	63,081
<b>Total equity</b>	(Btmn)	<b>67,246</b>	<b>76,037</b>	<b>86,128</b>	<b>81,322</b>	<b>66,392</b>	<b>66,681</b>	<b>67,147</b>	<b>67,689</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>4.18</b>	<b>4.57</b>	<b>4.71</b>	<b>4.26</b>	<b>3.53</b>	<b>3.55</b>	<b>3.57</b>	<b>3.60</b>

### Cash Flow Statement

FY March 31	Unit	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Core Profit	(Btmn)	4,640	1,072	2,892	2,233	(833)	267	870	1,618
Depreciation and amortization	(Btmn)	971	811	871	967	1,309	1,428	1,444	1,460
Operating cash flow	(Btmn)	(8,665)	12,787	(3,212)	7,134	(27,834)	(113)	1,624	2,187
Investing cash flow	(Btmn)	(23,140)	(39,306)	(34,738)	(16,540)	15,555	4,864	3,424	3,414
Financing cash flow	(Btmn)	31,011	27,122	38,216	15,603	8,302	(82)	(557)	(1,229)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(795)</b>	<b>603</b>	<b>265</b>	<b>6,198</b>	<b>(3,976)</b>	<b>4,669</b>	<b>4,491</b>	<b>4,372</b>

### Key Financial Ratios

FY March 31	Unit	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Gross margin	(%)	16.5	18.4	22.2	32.8	29.5	40.0	43.2	44.9
Operating margin	(%)	7.6	11.0	12.2	10.2	4.1	9.1	13.3	16.9
EBITDA margin	(%)	19.6	25.0	32.2	43.6	45.5	47.3	47.8	48.3
EBIT margin	(%)	16.8	22.6	28.8	38.4	38.3	38.8	39.6	40.7
Net profit margin	(%)	23.1	13.0	14.7	10.0	(28.8)	1.6	4.9	8.4
ROE	(%)	12.1	6.0	4.4	2.3	(7.9)	0.4	1.3	2.4
ROA	(%)	2.9	0.6	1.2	0.8	(0.3)	0.1	0.3	0.6
Net D/E	(x)	1.1	1.3	1.5	1.8	2.5	2.4	2.3	2.2
Interest coverage	(x)	3.1	3.5	2.6	2.1	1.4	1.1	1.2	1.3
Debt service coverage	(x)	0.6	0.8	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
Payout Ratio	(%)	77.4	89.2	106.7	222.3	0.0	100.0	100.0	100.0

### Main Assumptions

FY March 31	Unit	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	848.0	235.0	(29.0)	390.0	643.0	630.9	812.1	828.8
O&M revenue	(Btmn)	3,753	5,335	6,304	6,834	6,994	7,204	7,420	7,643
Media revenue	(Btmn)	5,866	2,614	4,298	5,138	5,112	6,134	6,625	7,288

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY March 31	Unit	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24
Total revenue	(Btmn)	4,003	4,580	4,721	5,007	5,159	3,981	5,148	3,887
Cost of goods sold	(Btmn)	(2,632)	(3,093)	(3,234)	(3,352)	(3,721)	(2,665)	(3,699)	(2,719)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,371</b>	<b>1,487</b>	<b>1,487</b>	<b>1,655</b>	<b>1,438</b>	<b>1,316</b>	<b>1,449</b>	<b>1,168</b>
SG&A	(Btmn)	(793)	(874)	(1,218)	(1,253)	(997)	(1,098)	(1,336)	(1,200)
Other income	(Btmn)	856	955	1,624	1,729	1,503	1,519	1,724	1,466
Interest expense	(Btmn)	(884)	(936)	(1,032)	(965)	(1,185)	(1,459)	(1,581)	(1,782)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>549</b>	<b>632</b>	<b>861</b>	<b>1,166</b>	<b>758</b>	<b>277</b>	<b>256</b>	<b>(348)</b>
Corporate tax	(Btmn)	(392)	(301)	(468)	(377)	(533)	(478)	(453)	(243)
Equity a/c profits	(Btmn)	213	(116)	444	(190)	(964)	(50)	(980)	(68)
Minority interests	(Btmn)	(8)	3	26	193	172	(43)	1,494	369
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>464</b>	<b>360</b>	<b>1,166</b>	<b>(38)</b>	<b>(69)</b>	<b>121</b>	<b>144</b>	<b>79</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	72	114	(118)	(184)	(703)	136	(4,906)	(43)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>536</b>	<b>474</b>	<b>1,048</b>	<b>(222)</b>	<b>(772)</b>	<b>257</b>	<b>(4,762)</b>	<b>36</b>
EBITDA	(Btmn)	2,146	1,720	2,176	983	2,656	1,889	2,120	1,596
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>	<b>0.09</b>	<b>(0.00)</b>	<b>(0.01)</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>
Net EPS	(Bt)	0.04	0.04	0.08	(0.02)	(0.06)	0.02	(0.36)	0.00

### Balance Sheet

FY March 31	Unit	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24
Total current assets	(Btmn)	15,058	14,418	30,520	22,707	20,958	23,181	48,167	47,707
Total fixed assets	(Btmn)	14,423	14,588	15,321	13,724	14,574	15,563	16,360	17,141
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>253,804</b>	<b>257,742</b>	<b>274,406</b>	<b>270,926</b>	<b>272,553</b>	<b>275,938</b>	<b>273,550</b>	<b>272,082</b>
Total loans	(Btmn)	132,865	136,064	155,507	154,488	161,311	165,754	173,864	169,954
Total current liabilities	(Btmn)	33,112	39,547	41,396	40,835	47,318	53,302	52,243	51,754
Total long-term liabilities	(Btmn)	132,501	131,112	145,988	148,769	148,077	146,282	153,985	153,935
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>165,613</b>	<b>170,659</b>	<b>187,385</b>	<b>189,604</b>	<b>195,396</b>	<b>199,584</b>	<b>206,228</b>	<b>205,689</b>
Paid-up capital	(Btmn)	63,081	63,081	63,081	63,081	63,081	63,081	63,081	63,081
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>88,191</b>	<b>87,083</b>	<b>87,021</b>	<b>81,322</b>	<b>77,157</b>	<b>76,354</b>	<b>67,322</b>	<b>66,392</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>4.77</b>	<b>4.66</b>	<b>4.68</b>	<b>4.26</b>	<b>4.12</b>	<b>4.06</b>	<b>3.57</b>	<b>3.54</b>

### Cash Flow Statement

FY March 31	Unit	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24
Core Profit	(Btmn)	464	360	1,166	(38)	(69)	121	144	79
Depreciation and amortization	(Btmn)	224	244	258	241	247	291	329	442
Operating cash flow	(Btmn)	2,523	(37,211)	51,818	(17,130)	2,523	(37,211)	51,818	(44,964)
Investing cash flow	(Btmn)	5,764	43,551	(53,641)	10,524	(4,456)	47,665	(60,380)	32,726
Financing cash flow	(Btmn)	(1,972)	(9,136)	10,040	1,068	(1,972)	(9,136)	10,040	9,370
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6,315</b>	<b>(2,796)</b>	<b>8,217</b>	<b>(5,539)</b>	<b>(3,905)</b>	<b>1,319</b>	<b>1,478</b>	<b>(2,868)</b>

### Key Financial Ratios

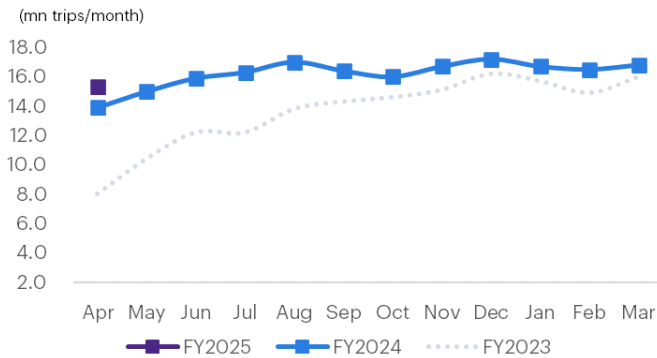
FY March 31	Unit	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24
Gross margin	(%)	34.3	32.5	31.5	33.0	27.9	33.1	28.1	30.0
Operating margin	(%)	14.4	13.4	5.7	8.0	8.5	5.5	2.2	(0.8)
EBITDA margin	(%)	53.6	37.6	46.1	19.6	51.5	47.4	41.2	41.1
EBIT margin	(%)	48.0	32.2	40.6	14.8	46.7	40.1	34.8	29.7
Net profit margin	(%)	13.4	10.3	22.2	(4.4)	(15.0)	6.5	(92.5)	0.9
ROE	(%)	2.3	1.8	5.6	(0.2)	(0.3)	0.6	0.7	0.4
ROA	(%)	0.8	0.6	1.8	(0.1)	(0.1)	0.2	0.2	0.1
Net D/E	(x)	1.4	1.5	1.6	1.8	2.0	2.1	2.4	2.5
Interest coverage	(x)	2.4	1.8	2.1	1.0	2.2	1.3	1.3	0.9
Debt service coverage	(x)	0.6	0.4	0.4	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2

### Main Assumptions

FY March 31	Unit	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	46.0	98.0	102.0	144.0	144.0	182.0	192.0	125.0
O&M revenue	(Btmn)	1,662	1,662	1,662	1,848	1,733	1,744	1,766	1,751
Media revenue	(Btmn)	727	1,284	1,009	608	948	937	1,163	913

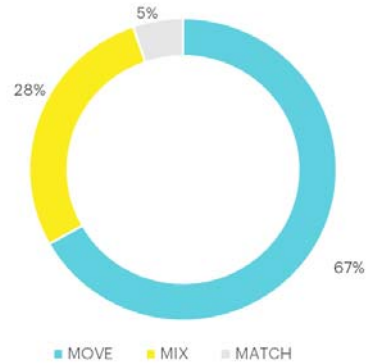
Appendix

Figure 1: Ridership for Core Green line



Source: InnovestX Research, BTSGIF

Figure 2: Revenue breakdown by business



Source: Company data, InnovestX Research

Figure 3: SOTP valuation

	% stake	Value (Btmn)	Per share (Bt)	Comment
<b>Mass transit</b>				
O&M for Green line core network	100	10,827	0.8	During 2029-2042
O&M for Green line extension Zone 1	100	5,489	0.4	
O&M for Green line extension Zone 2	100	14,580	1.1	
Pink line	75	9,020	0.7	
Yellow line	75	5,622	0.4	
O&M for Gold line Phase 1	100	1,035	0.1	
U-Tapao	40	4,945	0.4	
Two motorways projects	40	2,119	0.2	
<b>Total mass transit</b>		<b>53,638</b>	<b>4.1</b>	
<b>Investment</b>				
BTSGIF	33	8,595	0.7	Based on our TP of Bt4.5/sh.
VGI	61	9,808	0.7	Market price
RABBIT & RABBIT-P	35-48	1,904	0.1	Market price
TNL	42	4,212	0.3	Market price
<b>Total investment</b>		<b>24,519</b>	<b>1.8</b>	
<b>Grand total</b>		<b>78,157</b>		
<b>No. of shares</b>		<b>13,168</b>		
<b>TP per share (Bt)</b>		<b>5.9</b>		TP without concession extension on Green line

Source: InnovestX Research, BTS, VGI, RABBIT

Figure 4: Valuation summary (price as of Jun 6, 2024)

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$m)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F
Guangshen Railway Co Ltd	China	2,974	10.6	9.8	9.7	26.7	8.9	0.5	0.5	0.5	0.5	4.7	5.1	5.4	4.9	5.0	5.1	5.9	5.7	5.8
MTR Corp Ltd	Hong Kong	20,817	11.8	9.7	9.8	75.2	22.5	(0.9)	0.9	0.8	0.8	5.0	5.1	5.1	8.5	9.0	8.8	9.4	7.8	6.4
East Japan Railway Co	Japan	19,969	15.1	14.0	13.0	19.3	7.7	8.1	1.1	1.1	1.0	1.8	2.3	2.7	7.4	7.8	7.9	10.2	9.7	9.4
West Japan Railway Co	Japan	9,874	15.0	13.9	13.2	6.6	7.8	5.8	1.3	1.3	1.2	2.2	2.5	2.6	8.9	9.4	9.3	8.8	8.4	8.1
Bangkok Expressway & Metro PCL	Thailand	3,196	29.7	26.9	24.8	12.6	10.4	8.4	3.0	2.9	2.6	2.0	2.0	2.6	10.2	10.8	10.0	19.4	18.4	19.2
BTS Group Holdings PCL	Thailand	1,782	n.m	43.0	31.0	84.6	382.2	38.5	1.3	1.4	1.4	2.5	3.0	4.0	1.1	2.7	3.9	42.5	38.6	55.0
<b>Average</b>			<b>16.5</b>	<b>19.5</b>	<b>16.9</b>	<b>37.5</b>	<b>73.3</b>	<b>10.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>3.0</b>	<b>3.3</b>	<b>3.7</b>	<b>6.8</b>	<b>7.5</b>	<b>7.5</b>	<b>16.0</b>	<b>14.8</b>	<b>17.3</b>

Source: Bloomberg Finance L.P.

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในธุรกรรม ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกัธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจีย บกวีเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาเงื่อนไขของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2023 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

7UP, AAV, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, ARIP, ARROW, ASEFA, ASK, ASP, ASW, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBIK, BBL, BC, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BJCHI, BKI, BLA, BOL, BPP, BRI, BROOK, BRR, BTS, BTW, BWG, BYD, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COTTO, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CSC, CSS, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FSX, FVC, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, ICN, III, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JTS, KBANK, KCC, KCE, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, KUN, LALIN, LANNA, LH, LHF, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MEGA, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NKI, NOBLE, NRF, NTV, NVD, NWR, NYT, OCC, OISHI<sup>1</sup>, ONEE, OR, ORI, OSP, OTO, PAF, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PLANB, PLAT, PLUS, PM, POLY, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRINC, PRM, PRTR, PSH, PSL, PT, PTC, PTT, PTTEP, PTTCG, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFICO, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMPC, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPH, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMC, TMD, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRT, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, XPG, YUASA, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, A5, AAI, AIE, ALUCON, AMR, APURE, ARIN, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, AURA, BR, BSBM, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, ESSO, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GPI, HEALTH, HUMAN, IFS, INSET, IT, J, JCKH, JDF, JKN, JMART, JUBILE, K, KCAR, KGI, KIAT, KISS, KK, KTIS, KWC, KWM, LDC, LEO, LHK, MACO, METCO, MKO, MK, MVP, NCAP, NOVA, NTSC, PACO, PIN, PQS, PREB, PRI, PRIME, PROEN, PROS, PROUD, PSTC, PTECH, PYLON, RCL, SALEE, SANKO, SCI, SCN, SE, SE-ED, SFLEX, SINGER, SKR, SONIC, SORKON, SPVI, SSP, SST, STANLY, STP, SUPER, SVOA, SWC, TCC, TEKA, TFM, TMILL, TNP, TPLAS, TPOLY, TRC, TRU, TRUBB, TSE, VRANDA, WAVE, WFX, WIJK, WIN, WP, XO

**Companies with Good CG Scoring**

24CS, AMANAH, AMARC, AMC, APP, ASAP, BCT, BE8, BIG, BIOTEC, BLESS, BSM, BVG, CAZ, CCET, CHARAN, CHAYO, CHOTI, CITY, CMAN, CMR, CRANE, CWT, DHOUSE, DTCENT, EASON, FNS, FTE, GIFT, GJS, GTB, GTV, GYT, HL, HTECH, HYDRO, IIG, INGRS, INSURE, IRCP, ITD, ITNS, JCK, JMT, JR, JSP, KBS, KGEN, KJL, L&E, LEE, MASTER, MBAX, MEB, MENA, META, MGT, MITSIB, MJD, MOSHI, MUD, NATION, NNCL, NPK, NSL, NV, OGC, PAF, PCC, PEACE, PICO, PK, PL, PLANET, PLE, PMTA, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, RABBIT, READY, RJH, RSP, RWI, S11, SAAM, SAF, SAMCO, SAWAD, SCAP, SCP, SIAM, SKE, SKY, SMART, SMD, SMIT, SOLAR, SPA, STECH, STPI, SVR, TC, TCCC<sup>3</sup>, TEAM, TFI, TIGER, TITLE, TKC, TMI, TNH, TPA, TPAC, TRITN, UBA, UMI, UMS, UTP, VARO, VPO, W, WARRIX, WORK, WPH, YONG, ZIGA

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

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. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2022 to 31 October 2023) is publicized.

<sup>1</sup>OISHI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on September 6, 2023

<sup>2</sup>SFP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 19, 2023

<sup>3</sup>TCCC was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on August 25, 2023

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้ผ่านการรับรอง)**

2S, 7UP, AAI, ADVANC, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BKI, BLA, BPP, BRR, BSBM, BTC, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JKN, JR, JTS, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCCAMC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHF, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NRF, NWR, OCC, OGC, OR, ORI, PAF, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTCG, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RS, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCOS, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TRT, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ประกาศเจตนา)**

ACE, ADB, ALT, AMC, ASW, BLAND, BTG, BYD, CAZ, CBG, CV, DEXON, DMT, EKH, FSX, GLOBAL, GREEN, ICN, IHL, ITC, J, JMART, JMT, LEO, LH, MENA, MITSIB, MODERN, NER, NEX, OSP, PEER, PLUS, POLY, PQS, PRIME, PROEN, PRTR, RBF, RT, SA, SANKO, SCB, SENX, SFLEX, SIS, SKE, SM, SVOA, TBN, TEGH, TIPH, TKN, TPAC, TPLAS, TQM, TRUE, W, WPH, XPG

**N/A**

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALL, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMARIN, AMR, ANAN, ANI, AOT, APCO, APREX, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AURA, B52, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BRI, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHARAN, CHASE, CHAYO, CHG, CHIC, CHO, CI, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DITTO, DOD, DPAINT, DTCENT, DTICI, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EMC, ETL, EURO, EVER, F&D, FANCY, FE, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HEALTH, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, I2, IFEC, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCHK, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEGA, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACE, PACO, PAF, PANEL, PCC, PEACE, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, QTCC, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWAD, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCGD, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFICO, SECURE, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SINGER, SINO, SISB, SJWD, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUJ, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPP, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WELL, WFX, WGE, WIN, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, YGG, YONG, ZAA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 1, 2023) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.