

## บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์

BTS

บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg Reuters BTS TB BTS.BK



## มีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นหลายอย่างรออยู่ข้างหน้า

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ **BTS** ซึ่งมีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นรออยู่ในระยะ 6 เดือนข้างหน้า จากการเซ็นสัญญาโครงการพัฒนาสนามบินอู่ตะเภาและโครงการมอเตอร์เวย์สองสายซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในเดือนมี.ย. และจะช่วยเพิ่ม upside ให้กับประมาณการของ **SCBS** และตลาด เราคำนวณอย่างคร่าวๆ ได้ว่าสองโครงการนี้จะช่วยหนุนให้มูลค่าของ **BTS** เพิ่มขึ้นได้อีก 1.0 บาท/หุ้น นอกจากนี้แล้วยังจะมีการเปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มใน 4Q63 ซึ่งจะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นอีกอย่างหนึ่ง อีกทั้งผู้บริหารก็คาดว่าจะการต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้าสายสีเขียวจะได้อีก 4.5 บาท/หุ้น ซึ่งรวมอยู่ในราคาเป้าหมายของเราแล้ว เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" **BTS** ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 14.3 บาท

จำนวนผู้โดยสารปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง **BTS** จัดงานประชุมทางโทรศัพท์เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา ผู้บริหารคาดว่าจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าสายหลักจะลดลง 28.3% สู่ 170 ล้านเที่ยวคนในปี FY2564 ก่อนที่จะเห็นการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งเพิ่มขึ้น 55.6% สู่ 264 ล้านเที่ยวคนในปี FY2565 ตัวเลขดังกล่าวอิงกับสมมติฐานว่าจำนวนผู้โดยสารจะอยู่ที่ 50% ของระดับปกติในเดือนมี.ย.-ก.ค. และกลับคืนสู่ระดับปกติในเดือนธ.ค. 2563-ม.ค. 2564 โหมเมนต์จำนวนผู้โดยสารในเดือนพ.ค. ยังคงอ่อนแอที่ประมาณ 20% ของระดับปกติ อย่างไรก็ตาม **BTS** สังเกตเห็นการปรับตัวขึ้นอย่างมากในช่วงต้นเดือนมี.ย. โดยจำนวนผู้โดยสารในตอนนี้อยู่ที่ 50% ของระดับปกติ ผู้บริหารระบุว่าตัวเลขจริงดีกว่าที่คาดการณ์ไว้ เรายังคงสมมติฐานของเราไว้ว่าจำนวนผู้โดยสารจะลดลง 20% ในปี FY2564 สู่ 190 ล้านเที่ยวคน และจะเพิ่มขึ้น 24% ในปี FY2565 สู่ 235 ล้านเที่ยวคน

เป้าหมายปี **FY2564** **BTS** ยังคงกล่าวด้วยว่ารายได้จากโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองน่าจะอยู่ที่ 2.0 หมื่นลบ. (+18.3% YoY), รายได้งาน E&M น่าจะอยู่ที่ 6 พันลบ. (-27.7%), รายได้ดอกเบี้ยที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจระบบขนส่งมวลชนน่าจะอยู่ที่ 2.6 พันลบ. (+35.4%) และรายได้งาน O&M น่าจะอยู่ที่ 5.2 พันลบ. (+39%) **BTS** ไม่ได้เปิดเผยเป้าหมายสำหรับธุรกิจสื่อโฆษณาและธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เพราะความไม่แน่นอนสูง

ไม่คิดว่าจะมี downside จากต้นทุนโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลือง ในงานประชุม ผู้บริหารยืนยันว่าต้นทุนโครงการรวมทั้งหมดของรถไฟฟ้าสองสายนี้ไม่น่าจะสูงกว่าตัวเลขที่บริษัทตั้งเป้าไว้ในตอนแรกที่ 9.6 หมื่นลบ. แม้ว่าการก่อสร้างล่าช้า ปัญหาหลักที่เป็นสาเหตุทำให้การก่อสร้างล่าช้าได้รับการแก้ไขแล้ว ดังนั้นเราจึงไม่คิดว่าประมาณการของเราย่อมมีความเสี่ยง downside จากต้นทุนโครงการที่สูงกว่าคาด

ยังไม่ต้องการเพิ่มทุนในตอนนี้ ผู้บริหารชี้แจงเกี่ยวกับการประกาศเพิ่มทุนแบบมอบอำนาจทั่วไป (general mandate) เพื่อเสนอขายต่อบุคคลในวงจำกัด (private placement) เมื่อไม่นานนี้ว่า นับถึงปัจจุบัน บริษัทยังไม่มีแผนที่จะเพิ่มทุนหากยังมองไม่เห็นโอกาสลงทุนที่ดี ทั้งนี้ที่ผ่านมา **BTS** ก็ประกาศเพิ่มทุนจดทะเบียนแบบมอบอำนาจทั่วไปเช่นเดียวกัน แต่สุดท้ายแล้วก็ไม่ได้ดำเนินการเพิ่มทุนแต่อย่างใด

ปรับสมมติฐาน เราปรับประมาณการกำไรปี FY2564 ของ **BTS** เพิ่มขึ้น 13.5% สู่ 3.7 พันลบ. หลักๆ เพื่อสะท้อนเป้าหมายใหม่ เนื่องจากสมมติฐานเดิมของเราเกี่ยวกับรายได้งาน E&M และรายได้ดอกเบี้ยที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจระบบขนส่งมวลชนยึดหลักอนุรักษ์นิยมมากกว่า **BTS** (ดูรายละเอียดได้ใน Figure 1) การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวมีผลกระทบต่อราคาเป้าหมายของเราน้อยมาก เนื่องจากรายการเหล่านี้ส่วนใหญ่เป็นกำไรทางบัญชี

## Forecasts and valuation

Year to 31 Mar	Unit	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Revenue	(Btmn)	44,540	35,405	35,417	27,556	26,786
EBITDA	(Btmn)	5,731	6,926	9,020	8,075	7,840
Core profit	(Btmn)	2,545	4,640	3,683	3,658	3,616
Reported profit	(Btmn)	2,873	8,162	3,683	3,658	3,616
Core EPS	(Bt)	0.21	0.35	0.25	0.25	0.25
DPS	(Bt)	0.42	0.48	0.46	0.38	0.37
P/E, core	(x)	55.9	34.0	47.2	47.5	48.0
EPS growth, core	(%)	65.1	64.2	(27.9)	(0.7)	(1.2)
P/BV, core	(x)	3.7	2.9	2.5	2.5	2.6
ROE	(%)	5.2	7.8	4.9	4.4	4.4
Dividend yield	(%)	3.5	4.0	3.9	3.2	3.1
FCF yield	(x)	(21.2)	(20.1)	5.4	6.4	5.8
EV/EBIT	(x)	38.8	38.7	28.9	33.9	36.6
EBIT growth, core	(%)	40.6	20.6	30.4	(16.7)	(9.2)
EV/CE	(x)	2.8	2.3	2.4	2.6	2.7
ROCE	(%)	2.8	1.6	3.3	3.8	4.2
EV/EBITDA	(x)	33.4	33.3	24.9	27.2	27.4
EBITDA growth	(%)	34.2	20.9	30.2	(10.5)	(2.9)

Source: SCBS Investment Research

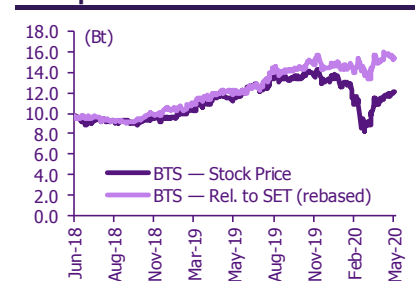
## ชื่อ

## Stock data

Last close (Jun 5) (Bt)	12.00
12-m target price (Bt)	14.30
Upside (Downside) to TP (%)	19.17
Mkt cap (Btbn)	157.86
Mkt cap (US\$mn)	5,020

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.02
Sector % SET	9.46
Shares issued (mn)	13,155
Par value (Bt)	4.00
12-m high / low (Bt)	14.4 / 7.9
Avg. daily 6m (US\$mn)	20.77
Foreign limit / actual (%)	49 / 27
Free float (%)	57.9
Dividend policy (%)	≥ 50

## Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

## Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	6.2	5.3	2.6
Relative to SET	(5.4)	0.0	18.1

Source: SET, SCBS Investment Research

## Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	14.30
12-month dividend	(Bt)	0.46
Capital gain	(%)	19.17
Dividend yield	(%)	3.85
Total return	(%)	23.02

Source: SET, SCBS Investment Research

## นักวิเคราะห์

กิตติสร พฤติภัทร, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

kittisorn.pruitipat@scb.co.th

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY March 31	Unit	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	FY2023F
Total revenue	(Btmn)	5,265	6,809	12,171	44,540	35,405	35,417	27,556	26,786
Cost of goods sold	(Btmn)	(2,553)	(3,818)	(8,085)	(39,498)	(29,566)	(27,790)	(19,569)	(18,675)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,712</b>	<b>2,991</b>	<b>4,086</b>	<b>5,042</b>	<b>5,839</b>	<b>7,627</b>	<b>7,987</b>	<b>8,111</b>
SG&A	(Btmn)	(1,528)	(1,817)	(2,281)	(2,535)	(3,160)	(3,223)	(3,288)	(3,353)
Other income	(Btmn)	381	1,242	1,707	2,430	3,276	3,361	1,771	1,119
Interest expense	(Btmn)	(290)	(644)	(1,236)	(1,642)	(2,245)	(1,911)	(1,737)	(1,563)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,275</b>	<b>1,772</b>	<b>2,276</b>	<b>3,296</b>	<b>3,710</b>	<b>5,853</b>	<b>4,733</b>	<b>4,313</b>
Corporate tax	(Btmn)	(1,121)	(646)	(776)	(773)	(1,478)	(1,756)	(1,420)	(1,294)
Equity a/c profits	(Btmn)	411	632	180	552	2,071	121	886	1,143
Minority interests	(Btmn)	(262)	(469)	(126)	(530)	336	(535)	(541)	(546)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>303</b>	<b>1,289</b>	<b>1,553</b>	<b>2,545</b>	<b>4,640</b>	<b>3,683</b>	<b>3,658</b>	<b>3,616</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	3,835	714	2,862	328	3,522	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,138</b>	<b>2,003</b>	<b>4,416</b>	<b>2,873</b>	<b>8,162</b>	<b>3,683</b>	<b>3,658</b>	<b>3,616</b>
EBITDA	(Btmn)	2,018	2,993	4,270	5,731	6,926	9,020	8,075	7,840
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.03</b>	<b>0.11</b>	<b>0.13</b>	<b>0.21</b>	<b>0.35</b>	<b>0.25</b>	<b>0.25</b>	<b>0.25</b>
Net EPS	(Bt)	0.35	0.17	0.37	0.24	0.62	0.25	0.25	0.25
DPS	(Bt)	0.34	0.34	0.35	0.42	0.48	0.46	0.38	0.37

### Balance Sheet

FY March 31	Unit	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	FY2023F
Total current assets	(Btmn)	10,285	25,722	21,667	19,653	22,398	23,606	21,288	20,861
Total fixed assets	(Btmn)	8,368	8,182	5,939	6,669	9,844	12,951	15,937	18,802
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>65,169</b>	<b>93,631</b>	<b>106,258</b>	<b>144,398</b>	<b>173,100</b>	<b>170,039</b>	<b>155,839</b>	<b>148,523</b>
Total loans	(Btmn)	7,012	25,013	31,740	53,418	75,798	55,000	50,000	45,000
Total current liabilities	(Btmn)	12,455	18,616	22,923	41,612	32,915	34,368	26,756	20,671
Total long-term liabilities	(Btmn)	5,796	29,833	36,971	50,477	72,940	51,958	47,028	47,098
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>18,252</b>	<b>48,449</b>	<b>59,895</b>	<b>92,089</b>	<b>105,855</b>	<b>86,327</b>	<b>73,784</b>	<b>67,769</b>
Paid-up capital	(Btmn)	49,552	49,594	49,635	49,258	62,942	81,416	81,416	81,416
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>46,917</b>	<b>45,182</b>	<b>46,364</b>	<b>52,310</b>	<b>67,246</b>	<b>83,712</b>	<b>82,055</b>	<b>80,753</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>3.81</b>	<b>3.53</b>	<b>3.40</b>	<b>3.27</b>	<b>4.18</b>	<b>4.90</b>	<b>4.74</b>	<b>4.62</b>

### Cash Flow Statement

FY March 31	Unit	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	FY2023F
Core Profit	(Btmn)	303	1,289	1,553	2,545	4,640	3,683	3,658	3,616
Depreciation and amortization	(Btmn)	450	577	758	793	971	1,256	1,605	1,963
Operating cash flow	(Btmn)	10,146	10,763	4,577	8,864	(8,665)	5,445	278	4,790
Investing cash flow	(Btmn)	(13,150)	(11,570)	(13,621)	(39,044)	(23,140)	3,954	10,766	5,251
Financing cash flow	(Btmn)	(4,743)	13,537	3,407	24,743	31,011	(8,550)	(10,857)	(10,464)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(7,747)</b>	<b>12,730</b>	<b>(5,637)</b>	<b>(5,437)</b>	<b>(795)</b>	<b>849</b>	<b>187</b>	<b>(422)</b>

### Key Financial Ratios

FY March 31	Unit	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	FY2023F
Gross margin	(%)	51.5	43.9	33.6	11.3	16.5	21.5	29.0	30.3
Operating margin	(%)	22.6	17.2	14.8	5.6	7.6	12.4	17.1	17.8
EBITDA margin	(%)	38.3	44.0	35.1	12.9	19.6	25.5	29.3	29.3
EBIT margin	(%)	29.8	35.5	28.9	11.1	16.8	21.9	23.5	21.9
Net profit margin	(%)	78.7	29.4	36.3	6.5	23.1	10.4	13.3	13.5
ROE	(%)	8.8	4.4	9.5	5.5	12.1	4.4	4.5	4.5
ROA	(%)	0.5	1.6	1.6	2.0	2.9	2.1	2.2	2.4
Net D/E	(x)	0.1	0.2	0.5	0.9	1.1	0.6	0.6	0.5
Interest coverage	(x)	7.0	4.7	3.5	3.5	3.1	4.7	4.6	5.0
Debt service coverage	(x)	0.3	1.7	1.7	0.5	0.6	0.8	0.7	1.2
Payout Ratio	(%)	97.9	202.5	94.6	173.2	77.4	165.0	150.0	150.0

### Main Assumptions

FY March 31	Unit	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	FY2023F
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	847.0	945.0	950.0	898.0	848.0	623.2	885.6	1,060.1
O&M revenue	(Btmn)	1,593	1,661	1,865	2,277	3,753	5,167	7,791	8,025
Media revenue	(Btmn)	2,318	3,010	3,902	5,204	5,735	3,500	4,000	4,500
Property revenue	(Btmn)	896.5	617.1	639.0	360.0	381.0	384.5	388.0	391.6

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY March 31	Unit	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20	2QFY20	3QFY20	4QFY20
Total revenue	(Btmn)	2,629	15,321	18,563	8,027	8,454	10,787	10,240	5,923
Cost of goods sold	(Btmn)	(1,565)	(13,960)	(16,801)	(7,172)	(6,980)	(9,088)	(8,263)	(5,235)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,064</b>	<b>1,361</b>	<b>1,762</b>	<b>855</b>	<b>1,475</b>	<b>1,699</b>	<b>1,977</b>	<b>688</b>
SG&A	(Btmn)	(841)	(874)	(662)	(157)	(844)	(742)	(877)	(697)
Other income	(Btmn)	587	619	673	552	814	911	945	606
Interest expense	(Btmn)	(315)	(398)	(454)	(475)	(562)	(584)	(550)	(549)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>495</b>	<b>708</b>	<b>1,319</b>	<b>774</b>	<b>884</b>	<b>1,284</b>	<b>1,495</b>	<b>47</b>
Corporate tax	(Btmn)	(111)	(254)	(247)	(161)	(207)	(260)	(345)	(665)
Equity a/c profits	(Btmn)	111	109	241	91	374	284	1,500	(88)
Minority interests	(Btmn)	(108)	(165)	(249)	(8)	(157)	(218)	(191)	901
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>387</b>	<b>397</b>	<b>1,064</b>	<b>697</b>	<b>894</b>	<b>1,090</b>	<b>2,460</b>	<b>196</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	273	125	(70)	0	188	0	3,335
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>387</b>	<b>670</b>	<b>1,189</b>	<b>627</b>	<b>894</b>	<b>1,278</b>	<b>2,460</b>	<b>3,531</b>
EBITDA	(Btmn)	1,003	1,299	1,980	1,450	1,816	2,346	2,601	1,155
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.09</b>	<b>0.06</b>	<b>0.08</b>	<b>0.09</b>	<b>0.19</b>	<b>0.01</b>
Net EPS	(Bt)	0.03	0.06	0.10	0.05	0.08	0.10	0.19	0.27

### Balance Sheet

FY March 31	Unit	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20	2QFY20	3QFY20	4QFY20
Total current assets	(Btmn)	23,674	25,143	22,640	19,653	40,764	19,532	19,217	22,398
Total fixed assets	(Btmn)	6,170	6,108	6,363	6,669	6,744	10,836	10,860	9,844
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>110,467</b>	<b>125,708</b>	<b>136,499</b>	<b>144,398</b>	<b>171,737</b>	<b>163,496</b>	<b>171,955</b>	<b>173,100</b>
Total loans	(Btmn)	38,274	41,098	47,056	53,418	68,872	71,962	75,052	75,798
Total current liabilities	(Btmn)	24,918	28,517	39,079	41,612	38,713	30,083	29,098	32,915
Total long-term liabilities	(Btmn)	37,038	46,839	43,863	50,477	67,631	67,829	70,779	72,940
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>61,955</b>	<b>75,356</b>	<b>82,943</b>	<b>92,089</b>	<b>106,343</b>	<b>97,912</b>	<b>99,877</b>	<b>105,855</b>
Paid-up capital	(Btmn)	49,256	49,256	49,257	49,258	49,771	56,734	62,941	62,942
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>48,512</b>	<b>50,352</b>	<b>53,557</b>	<b>52,310</b>	<b>65,394</b>	<b>65,584</b>	<b>72,078</b>	<b>67,246</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>3.43</b>	<b>3.33</b>	<b>3.39</b>	<b>3.27</b>	<b>4.24</b>	<b>4.02</b>	<b>4.33</b>	<b>4.18</b>

### Cash Flow Statement

FY March 31	Unit	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20	2QFY20	3QFY20	4QFY20
Core Profit	(Btmn)	387	397	1,064	697	894	1,090	2,460	196
Depreciation and amortization	(Btmn)	193	193	207	200	253	259	262	197
Operating cash flow	(Btmn)	(10,578)	15,287	2,471	(2,604)	(6,291)	(2,242)	15,885	(6,452)
Investing cash flow	(Btmn)	6,633	(12,977)	(5,406)	(23,007)	12,007	27,485	(13,893)	(16,940)
Financing cash flow	(Btmn)	(939)	3,196	(250)	22,736	5,329	(36,093)	(2,379)	22,788
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(4,884)</b>	<b>5,506</b>	<b>(3,184)</b>	<b>(2,875)</b>	<b>11,046</b>	<b>(10,850)</b>	<b>(386)</b>	<b>(604)</b>

### Key Financial Ratios

FY March 31	Unit	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20	2QFY20	3QFY20	4QFY20
Gross margin	(%)	40.5	8.9	9.5	10.7	17.4	15.8	19.3	11.6
Operating margin	(%)	8.5	3.2	5.9	8.7	7.5	8.9	10.7	(0.2)
EBITDA margin	(%)	38.1	8.5	10.7	18.1	21.5	21.7	25.4	19.5
EBIT margin	(%)	30.8	7.2	9.5	15.6	18.5	19.3	22.8	16.2
Net profit margin	(%)	14.7	4.4	6.4	7.8	10.6	11.8	24.0	59.6
ROE	(%)	3.2	3.3	8.5	5.7	6.3	7.5	15.7	1.3
ROA	(%)	1.5	1.4	3.5	2.2	2.5	3.0	6.4	0.5
Net D/E	(x)	0.7	0.6	0.7	0.9	0.8	1.0	1.0	1.1
Interest coverage	(x)	3.2	3.3	4.4	3.1	3.2	4.0	4.7	2.1
Debt service coverage	(x)	0.4	1.9	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7	0.4

### Main Assumptions

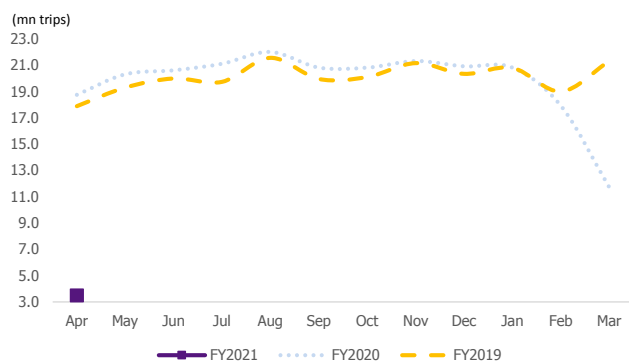
FY March 31	Unit	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20	2QFY20	3QFY20	4QFY20
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	228.0	244.0	239.0	187.0	225.0	265.0	259.8	98.2
O&M revenue	(Btmn)	452	452	565	807	830	866	952	1,105
Media revenue	(Btmn)	1,118	1,217	1,460	1,382	1,363	1,607	1,836	929
Property revenue	(Btmn)	80.0	87.0	85.0	107.0	79.0	100.0	113.0	233.0

**Figure 1: Revised assumptions**

Unit Btmn	FY2020A	FY2021F	Comment
<b>Old</b>			
Construction income for Pink & Yellow lines	16,900	20,000	
E&M revenue	8,300	4,000	
Mass transit related interest income	1,920	1,500	
O&M revenue	3,753	5,454	
Equity income	2,071	721	
Net profit	8,162	3,244	
<b>TP (Bt/sh.)</b>	<b>14.3</b>		
<b>New</b>			
Construction income for Pink & Yellow lines	16,900	20,000	In line with guidance
E&M revenue	8,300	6,000	In line with guidance
Mass transit related interest income	1,920	2,600	In line with guidance
O&M revenue	3,753	5,167	In line with guidance
Equity income	2,071	121	Downward revision mainly from U-City
Net profit	8,162	3,683	
% change		13.5	
<b>TP (Bt/sh.)</b>	<b>14.3</b>		

Source: SCBS Investment Research, BTS

**Figure 2: BTS core network ridership**



Source: SCBS Investment Research, BTS

**Figure 3: Estimated monthly ridership in FY2021**



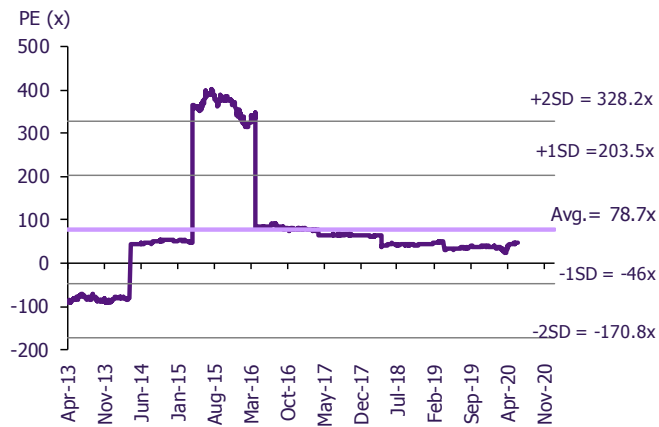
Source: SCBS Investment Research, BTS

**Figure 4: SOTP valuation**

	% stake	Value (Btmn)	Per share (Bt)	Comment
<b>Mass transit</b>				
O&M for Green line core network	100	17,944	1.2	During 2029-2042
O&M for Green line extension Zone 1	100	14,536	1.0	
O&M for Green line extension Zone 2	100	34,977	2.4	
Pink line	75	12,258	0.8	
Yellow line	75	9,424	0.6	
O&M for Gold line Phase 1	100	1,874	0.1	
<b>Total mass transit</b>		<b>91,013</b>	<b>6.3</b>	
<b>Investment</b>				
BTSGIF	33	16,019	1.1	Based on our TP of Bt8.3/sh.
VGI	65	42,250	2.9	Market price
U	36	1,809	0.1	Market price
<b>Total investment</b>		<b>60,078</b>	<b>4.1</b>	
Less: net debt		28,134	1.9	
Add: cash from warrants		18,474	1.3	BTS-W5
<b>Grand total</b>		<b>141,431</b>		
<b>No. of shares</b>		<b>14,506</b>		Based on fully-diluted shares including BTS W-5
<b>TP per share (Bt)</b>		<b>9.8</b>		TP without concession extension on Green line
<b>Potential upside</b>				
Concession extension on Green line	100	64,041	4.5	
<b>TP per share (Bt)</b>		<b>14.3</b>		TP with concession extension on Green line

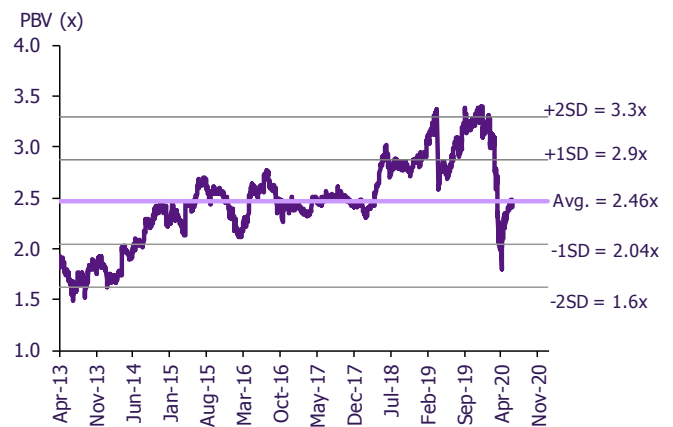
Source: SCBS Investment Research, BTS, VGI, U

**Figure 5: BTS's PE Band**



Source: SCBS Investment Research

**Figure 6: BTS's PBV Band**



Source: SCBS Investment Research

**Figure 7: Valuation summary** (price as of Jun 5, 2020)

	Price (Bt) 5-Jun-20	MkT Cap (Btmn)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F
DIF *	15.9	169,043	15.0	14.9	15.2	8.5	0.8	(2.0)	1.0	1.0	1.0	6.5	6.6	6.5	6.5	6.6	6.5	15.5	15.3	15.6
JASIF *	9.5	76,000	8.9	8.8	8.6	42.8	1.4	2.0	0.9	0.9	0.8	10.6	10.8	11.0	9.8	9.8	9.9	9.3	9.2	8.9
BTSGIF *	7.5	43,410	9.2	13.9	9.8	4.5	(34.1)	42.1	0.8	0.8	0.9	10.8	7.1	10.1	8.3	5.9	8.6	9.0	13.6	9.6
GVREIT *	15.8	12,874	16.3	15.9	15.5	4.2	2.4	2.6	1.4	1.4	1.5	5.5	5.7	5.8	8.9	9.1	9.3	18.5	18.1	17.7
CPNREIT	29.0	64,162	37.5	23.8	21.6	(48.5)	57.6	10.0	1.9	1.9	1.8	3.3	5.1	6.0	5.6	8.6	9.5	42.0	27.3	23.8
EGATIF	11.9	24,817	27.0	29.0	31.3	(9.7)	(6.8)	(7.3)	1.2	1.3	1.3	6.7	3.8	3.2	4.4	4.3	4.2	27.1	29.1	31.0
IMPACT	18.3	27,130	22.2	35.2	20.7	(7.2)	(37.0)	70.2	1.7	1.7	1.7	4.5	2.9	4.8	8.5	5.0	8.9	22.1	32.0	20.7
SPF	16.3	15,485	27.2	17.5	13.6	(73.5)	55.0	29.0	1.3	1.3	n.a	4.1	5.7	7.4	1.0	7.5	9.7	23.7	17.2	13.0
WHART	17.1	43,684	21.1	22.1	23.1	8.1	(4.6)	(4.3)	1.6	1.6	1.5	4.3	4.5	4.6	6.9	7.2	7.3	24.6	22.8	20.4
			<b>20.5</b>	<b>20.1</b>	<b>17.7</b>	<b>(7.9)</b>	<b>3.9</b>	<b>15.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>	<b>6.6</b>	<b>6.7</b>	<b>7.1</b>	<b>8.2</b>	<b>21.3</b>	<b>20.5</b>	<b>17.9</b>

Source: SCBS Investment Research

\* SCBS estimates

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ INTUCH

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท เอสซีจี แพคเกจจิ้ง จำกัด (มหาชน) SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด และ บริษัทในเครือรวมถึง บริษัท ซีพีออล จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBAM”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล SCBAM ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย ตัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

**CG Rating 2019 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ADVANC, AIRA, AKP, AKR, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARROW, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCPG, BOL, BRR, BTS, BTW, BWG, CFRESH, CHEWA, CHO, CK, CKP, CM, CNT, COL, COMAN, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, EA, EASTW, ECF, EGCO, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GOLD, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, ICC, ICHI, III, ILINK, INTUCH, IRPC, IVL, JKN, JSP, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, KTIS, LH, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFEC, MINT, MONO\*, MTC, NCH, NCL, NKI, NSI, NVD, NYT, OISHI, OTO, PAP, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PJW, PLANB, PLANET, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, RS, S, S & J, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SIS, SITHAI, SNC, SORKON, SPALI, SPI, SPRC, SSSC, STA, STEC, SVI, SYNTEC, TASC, TCAP, THAI, THANA, THANI, THCOM, THIP, THREL, TIP, TISCO, TK, TKT, TMB, TMILL, TNDT, TOA, TOP, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSR, TSTH, TTA, TTCL, TTW, TU, TVD, TVO, U, UAC, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WHAUP, WICE, WINNER

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, ABM, ADB, AF, AGE, AH, AHC, AIT, ALLA, ALT, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, AQUA, ARIP, ASAP, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASN, ASP, ATP30, AUCT, AYUD, B, BA, BBL, BDMS, BEC, BEM, BFIT, BGC, BGRIM, BIZ, BJC, BJCHI, BLA, BPP, BROOK, CBG, CEN, CENTEL, CGH, CHG, CHOTI, CHOW, CI, CIMBT, CNS, COLOR, COM7, COTTO, CRD, CSC, CSP, DCC, DCON, DDD, DOD, EASON, ECL, EE, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FLOYD, FN, FNS, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSS, FVC, GENCO, GJS, GL, GLOBAL, GLOW, GULF, HPT, HTC, HYDRO, ICN, IFS, INET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD\*, ITEL, J, JAS\*, JCK, JCKH, JMART, JMT, JWD, KBS, KCAR, KGI, KIAT, KOOL, KWC, KWM, L&E, LALIN, LANNA, LDC, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MBAX, MEGA, METCO, MFC, MK, MODERN, MOONG, MPG, MSC, MTI, NEP, NETBAY, NEX, NINE, NOBLE, NOK, NTV, NWR, OCC, OGC, ORI, OSP, PATO, PB, PDG, PDI, PL, PLAT, PM, PPP, PRECHA, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RCL, RICHY, RML, RWI, S11, SAAM, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCG, SCI, SCP, SE, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKE, SKR, SKY, SMIT, SMK, SMPC, SMT, SNP, SONIC, SPA, SPC, SPCG, SPVI, SR, SRICHA, SSC, SSF, SST, STANLY, STPI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, T, TACC, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TCMC, TEAM, TEAMG, TFG, TFMAMA, THG, THRE, TIPCO, TITLE, TIW, TKN, TKS, TM, TMC, TMD, TMI, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TPA, TPAC, TPBI, TPCORP, TPOLY, TRITN, TRT, TSE, TSTE, TVI, TVT, TWP, TWPC, UBIS, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UWC, VNT, WIIC, XO, YUASA, ZEN, ZMICO

**Companies with Good CG Scoring**

A, ABICO, ACAP\*, AEC, AEONTS, AJ, ALUCON, AMC, APURE, AS, ASEFA, AU, B52, BCH, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BR, BROCK, BSBM, BSM, BTNC, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CITY, CMAN, CMC, CMO, CMR, CPL, CPT, CSR, CTW, CWT, D, DIMET, EKH, EMC, EPCO, ESSO, FE, FTE, GIFT, GLAND, GLOCON, GPI, GREEN, GTB, GYT, HTECH, HUMAN, IHL, INGRS, INOX, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KKC, KWG, KYE, LEE, LPH, MATCH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, META, MGT, MJD, MM, MVP, NC, NDR, NER, NNCL, NPK, NUSA, OCEAN, PAF, PF, PICO, PIMO, PK, PLE, PMTA, POST, PPM, PROUD, PTL, RCI, RJH, ROJNA, RPC, RPH, SF, SGF, SGP, SKN, SLP, SMART, SOLAR, SPG, SQ, SSP, STI, SUPER, SVOA, TCCC, THE, THMUI, TIC, TIGER, TNH, TOPP, TPCH, TPIPP, TPLAS, TQM, TTI, TYCN, UTP, VCOM, VIBHA, VPO, WIN, WORK, WP, WPH, 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. SCB 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 2018 to 25 October 2019) is publicized.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึง ขาดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับการรับรอง)**

ADVANC, AIE, AKP, AMANAH, AP, APCS, AQUA, ARROW, ASK, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CIG, CIMBT, CM, CNS, COM7, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, FE, FNS, FSS, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GOLD, GPSC, GSTEEL, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, HTC, ICC, IFS, INET, INSURE, INTUCH, IRPC, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, L&E, LANNA, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, NBC, NINE, NKI, NMG, NNCL, NSI, OCC, OCEAN, OGC, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPS, PREB, PRG, PRINC, PSH, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, ROBINS, S & J, SABINA, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSI, SSSC, SST, STA, SUSCO, SVI, SYNTEC, TASC, TCAP, TFG, TFI, TFMAMA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TWPC, U, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, VGI, VIH, VNT, WACOAL, WHA, WICE, WIIC

**Declared (ประกาศเจตนารมณ์)**

2S, ABICO, AF, AI, AIRA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, ANAN, B, BM, BPP, BUI, CHG, CHO, CHOTI, CHOW, CI, CMC, COL, DDD, DELTA, EFORL, EPCO, ESTAR, ETE, FPI, FTE, ICHI, INOX, IRC, ITEL, JAS, JSP, JTS, KWG, LDC, LIT, META, MFEC, MPG, NEP, NOK, NWR, ORI, PRM, PSL, ROJNA, RWI, SAAM, SAPPE, SCI, SEAOL, SHANG, SKR, SPALI, STANLY, SYNEX, TAE, TAKUNI, TMC, TOPP, TPP, TRITN, TVO, UV, UWC, WHAUP, XO

**N/A**

7UP, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, AEC, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJ, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALUCON, AMATAV, AMC, AOT, APCO, APEX, APP, APURE, AQ, ARIN, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AWC, B52, BA, BAM, BAT-3K, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGC, BGT, BH, BIG, BIZ, BJC, BKD, BLAND, BLISS, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHUO, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, COTTO, CPH, CPL, CPR, CPT, CPW, CRANE, CRC, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCORP, DOD, DOHOME, DTCL, EA, EASON, ECF, EE, EIC, EKH, EMC, EPG, ERW, ESSO, EVER, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FPT, FSMART, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GPI, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GULF, GYT, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IFEC, IHL, III, ILINK, ILM, IMH, INGRS, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, J, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMART, JMT, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTECH, KTIS, KMWEL, KUN, KWM, KYE, LALIN, LEE, LH, LHFG, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MAJOR, MANRIN, MATCH, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MIDA, MILL, MITSIB, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPIC, MTC, MVP, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NOBLE, NPK, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PK, PLE, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, POST, PPM, PPPM, PR9, PRAKIT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROUD, PTL, RAM, RBF, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SEG, SF, SFLEX, SFP, SGF, SHR, SIAM, SIMAT, SINGER, SISB, SKE, SKN, SKY, SLP, SMART, SMT, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPORT, SPVI, SQ, SR, SSC, SSP, STAR, STARK, STC, STEC, STHAI, STI, STPI, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, SYMC, T, TACC, TAPAC, TBSP, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TITLE, TIW, TK, TKN, TKS, TM, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQM, TR, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTA, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPA, UPF, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WAVE, WG, WIN, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, WR, YCI, YGG, ZIGA, ZMICO

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of June 24, 2019) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.