

## บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์

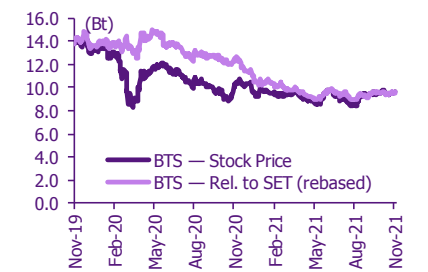
BTS

บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์  
จำกัด (มหาชน)Bloomberg BTS TB  
Reuters BTS.BKTactical: NEUTRAL  
(3-month)

## Stock data

Last close (Nov 18) (Bt)	9.80
Target price (Bt)	13.50
Mkt cap (Btbn)	129.01
Mkt cap (US\$mn)	3,961
Beta	L
Mkt cap (%) SET	0.67
Sector % SET	7.91
Shares issued (mn)	13,164
Par value (Bt)	4.00
12-m high / low (Bt)	10.8 / 8.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	12.00
Foreign limit / actual (%)	49 / 22
Free float (%)	59.7
Dividend policy (%)	≥ 50

## Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

## Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	2.6	11.4	(4.9)
Relative to SET	1.3	4.2	(21.1)

Source: SET, SCBS Investment Research

## Analyst

Kittisorn Pruittipat, CFA, FRM

Fundamental Investment

Analyst on Securities

(662) 949 1007

kittisorn.pruittipat@scb.co.th

## Upside ระยะสั้นมีจำกัด; รอปัจจัยกระตุ้นที่มีนัยสำคัญ

เรายังคงคำแนะนำ tactical call สำหรับ BTS ไว้ที่ NEUTRAL ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 13.5 บาท เราไม่คิดว่า BTS จะได้รับประโยชน์โดยตรงจากการเปิดเมืองเนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทมาจากงานก่อสร้าง (รถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลือง) และรายได้จากการให้บริการเดินรถและซ่อมบำรุง (O&M) ซึ่งไม่ได้มีความเชื่อมโยงกับจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า BTS นอกจากนี้ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 9.8 บาท ก็สูงกว่าราคาเป้าหมายของเราในกรณีที่ไม่มีผลกระทบต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้าสายสีเขียวที่ 8.7 บาทแล้ว เราไม่คิดว่าประเด็นนี้จะได้ข้อสรุปภายในระยะ 3 เดือนข้างหน้า

สรุปผลประกอบการ 2QFY65 BTS รายงานกำไรสุทธิ 2QFY65 จำนวน 546 ลบ. ลดลง 58.3% QoQ และ 24.7% YoY หากตัดรายการพิเศษออกไป พบว่ากำไรปกติอยู่ที่ 571 ลบ. ลดลง 44% QoQ และ 24% YoY ต่ำกว่า consensus คาดอยู่ 32% กำไรที่ลดลง QoQ และ YoY มีสาเหตุมาจากรายได้งานก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองที่ลดลง (เป็นผลมาจากการปิดแคมเปญงานก่อสร้างชั่วคราวในเดือนก.ค.) และรายได้ E&M สำหรับส่วนต่อขยายสายสีเขียวที่ลดลง เนื่องจากการพัฒนาโครงการนี้ใกล้สิ้นสุดลงแล้ว BTS รายงานรายได้รวม 5.6 พันลบ. ลดลง 28.7% QoQ และ 37.7% YoY โดยใน 2QFY65 บริษัทบันทึกส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทรวมจำนวน 236 ลบ. (เทียบกับ -19 ลบ. ในไตรมาสก่อนหน้า) โดยมีสาเหตุมาจากมาตรการล็อกดาวน์ในเดือนก.ค.-ส.ค. กำไรปกติ 1HFY65 คิดเป็นสัดส่วน 56% ของประมาณการกำไรเต็มปีของเรา

มุมมองเป็นกลางจากการประชุมนักวิเคราะห์ เราได้เข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์ที่ BTS จัดขึ้นเมื่อวานหลังจากประกาศผลประกอบการ 2QFY65 บริษัทยังคงเป้าหมายทางการเงินในปี FY2565 ไว้เหมือนเดิม โดยตั้งเป้าหมายรายได้งานก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองที่ 1.4 หมื่นลบ. รายได้ O&M ที่ 6.3 พันลบ. รายได้ดอกเบี้ยที่เกี่ยวข้องโครงการรถไฟฟ้าที่ 3.3 พันลบ. และรายได้จาก VGI ที่ 3.5-4.0 พันลบ. การก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูคาดว่าจะแล้วเสร็จในปี 2566 (เลื่อนมาจากปี 2565) และสายสีเหลืองจะแล้วเสร็จภายในปี 2565 (ไม่เปลี่ยนแปลง) ผู้บริหารกล่าวว่าแม้การก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูจะล่าช้าออกไปอีก แต่นักลงทุนไม่จำเป็นต้องกังวลเกี่ยวกับค่าปรับที่อาจเกิดขึ้น เนื่องจากความล่าช้ามีสาเหตุมาจากสถานการณ์ที่ไม่คาดคิด (เช่น การส่งมอบที่ดิน และโควิด-19) ขณะที่บริษัทไม่ได้ฉ้อฉลความคืบหน้าเกี่ยวกับคดีฟ้องร้องกับ กทม. รวมถึงการต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้าสายสีเขียว

คาดการณ์ 3QFY65 ปรับตัวดีขึ้น QoQ เราคาดว่าจะเห็นกำไรปกติ 3QFY65 (ต.ค.-ธ.ค. 2564) ปรับตัวดีขึ้น QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจากการเพิ่มขึ้นของ 1) รายได้งานก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลือง หลังจากรัฐบาลยกเลิกข้อจำกัดทั้งหมด 2) รายได้จากธุรกิจสื่อโฆษณา (ผ่านทาง VGI) จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น โดย VGI เปิดเผยในการประชุมนักวิเคราะห์ว่าอัตราการใช้สื่อโฆษณาปรับตัวดีขึ้น ~40% ใน 3QFY65 เทียบกับ ~30% ใน 2QFY65 และ 3) ส่วนแบ่งกำไรจาก BTSGIF โดยเกิดจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น BTSGIF รายงานจำนวนผู้โดยสารในเดือนต.ค. ที่ 6.1 ล้านเที่ยวคน เพิ่มขึ้น 35.8% MoM อย่างไรก็ตามกำไรปกติ 3QFY65 น่าจะยังคงลดลง YoY เนื่องจากการฟื้นตัวน่าจะยังไม่ถึงระดับ 3QFY64 โดยสรุปแล้ว เรายังคงประมาณการกำไรปี FY2565 ของเราไว้ที่ 2.8 พันลบ. ลดลง 24% YoY

## Forecasts and valuation

Year to 31 Mar	Unit	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenue	(Btmn)	35,405	35,128	26,201	23,097	12,835
EBITDA	(Btmn)	6,926	8,767	8,548	6,032	4,918
Core profit	(Btmn)	4,640	3,760	2,843	3,361	3,153
Reported profit	(Btmn)	8,162	4,576	2,843	3,361	3,153
Core EPS	(Bt)	0.35	0.29	0.22	0.26	0.24
DPS	(Bt)	0.48	0.31	0.32	0.38	0.36
P/E, core	(x)	27.8	34.3	45.4	38.4	40.9
EPS growth, core	(%)	64.2	(19.0)	(24.4)	18.2	(6.2)
P/BV, core	(x)	2.3	2.1	2.2	2.2	2.3
ROE	(%)	7.8	5.2	3.8	4.5	4.2
Dividend yield	(%)	4.9	3.2	3.3	3.9	3.7
FCF yield	(x)	(24.7)	(20.6)	5.9	39.6	9.6
EV/EBIT	(x)	33.8	28.2	29.0	34.9	44.2
EBIT growth, core	(%)	20.6	33.6	(4.0)	(34.4)	(24.5)
EV/CE	(x)	2.0	1.5	1.5	1.7	1.8
ROCE	(%)	1.6	1.6	1.9	1.4	0.9
EV/EBITDA	(x)	29.1	25.6	25.9	29.0	34.0
EBITDA growth	(%)	20.9	26.6	(2.5)	(29.4)	(18.5)

Source: SCBS Investment Research

**จุดเด่น**

BTS เป็นผู้นำด้านการพัฒนาและดำเนินงานระบบรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนในประเทศไทย บริษัทได้รับสัมปทานรถไฟฟ้าสายสีเขียวหลัก ซึ่งพาดผ่านพื้นที่ที่ได้รับความนิยมในการเดินทางหลายพื้นที่ด้วยกันในกรุงเทพฯ BTS ได้ขายสิทธิการได้รับรายได้ค่าโดยสารสุทธิให้กับ BTSGIF ซึ่งบริษัทถือหุ้นอยู่ 33% นอกจากนี้ BTS ยังเป็นผู้นำในธุรกิจสีนอกบ้าน (Out-of-Home) ในประเทศไทยผ่านการลงทุนใน VGI (ถือหุ้น 51%) ซึ่งขยายเครือข่ายสีโฆษณาไปทั่วภูมิภาคอาเซียน BTS ยังมีธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ภายใต้ U-City (ถือหุ้น 36%) ด้วย

**แนวโน้มธุรกิจ**

เราเชื่อว่าทุกธุรกิจของ BTS อยู่ในช่วงฟื้นตัว และเราคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวกลับคืนสู่ระดับก่อนโควิด-19 ระบาดในปี FY2566 (เม.ย. 2565-มี.ค. 2566) แนวโน้มระยะยาวเป็นบวก เนื่องจากมีโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานหลายโครงการที่จะเปิดประมูล เช่น รถไฟฟ้า และมอเตอร์เวย์ ซึ่ง BTS มีโอกาสชนะการประมูล นอกจากนี้แล้ว BTS ก็มีโครงการโครงสร้างพื้นฐานหลายโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรของบริษัทเติบโตอย่างต่อเนื่อง

Bullish views	Bearish views
1. กำไรทำจุดต่ำสุดไปแล้ว	1. ผลการดำเนินงานน่าจะฟื้นตัวช้ากว่าคาด
2. การต่อสัมปทานรถไฟฟ้าสายสีเขียวจะได้ข้อสรุปในไม่ช้านี้	2. ไทม์ไลน์ในการต่อสัมปทานรถไฟฟ้าสายสีเขียว (ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นที่สำคัญ) ไม่ชัดเจน

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ			
ปัจจัย	อีเว้นท์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
พัฒนาการล่าสุด	การผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์	บวก	การผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์จะส่งผลบวกต่อ BTS ผ่านทางธุรกิจระบบขนส่งมวลชน (BTSGIF) และธุรกิจสีโฆษณา (VGI)
แนวโน้มผลการดำเนินงานระยะสั้น	โมเมนตัมกำไรปกติ 3QFY65	บวก QoQ แต่ลบ YoY	ปรับตัวดีขึ้น QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจากจำนวนผู้โดยสาร BTS และส่วนแบ่งกำไรจาก VGI ที่เพิ่มขึ้นหลังจากผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี FY2565	การต่อสัมปทานรถไฟฟ้าสายสีเขียว	บวก	ประเด็นนี้เป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น BTS ปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ไทม์ไลน์ยังไม่ชัดเจน และเลื่อนออกไปหลายครั้งจนกระทั่งเราไม่แนะนำให้นักลงทุนเข้าเก็งกำไรในประเด็นนี้จนกว่าจะมีความคืบหน้าอย่างแท้จริง

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

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY March 31	Unit	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F	FY2024F
Total revenue	(Btmn)	6,809	12,171	44,540	35,405	35,128	26,201	23,097	12,835
Cost of goods sold	(Btmn)	(3,818)	(8,085)	(39,498)	(29,566)	(28,674)	(18,925)	(17,621)	(8,265)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,991</b>	<b>4,086</b>	<b>5,042</b>	<b>5,839</b>	<b>6,454</b>	<b>7,275</b>	<b>5,476</b>	<b>4,570</b>
SG&A	(Btmn)	(1,817)	(2,281)	(2,535)	(3,160)	(2,597)	(3,288)	(3,353)	(3,420)
Other income	(Btmn)	1,242	1,707	2,430	3,276	4,099	3,653	2,891	2,636
Interest expense	(Btmn)	(644)	(1,236)	(1,642)	(2,245)	(2,509)	(2,720)	(1,432)	(1,288)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,772</b>	<b>2,276</b>	<b>3,296</b>	<b>3,710</b>	<b>5,447</b>	<b>4,920</b>	<b>3,581</b>	<b>2,497</b>
Corporate tax	(Btmn)	(646)	(776)	(773)	(1,478)	(1,927)	(1,476)	(1,074)	(624)
Equity a/c profits	(Btmn)	632	180	552	2,071	(1,664)	190	1,653	2,087
Minority interests	(Btmn)	(469)	(126)	(530)	336	(783)	(791)	(799)	(807)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,289</b>	<b>1,553</b>	<b>2,545</b>	<b>4,640</b>	<b>1,072</b>	<b>2,843</b>	<b>3,361</b>	<b>3,153</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	714	2,862	328	3,522	816	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,003</b>	<b>4,416</b>	<b>2,873</b>	<b>8,162</b>	<b>1,888</b>	<b>2,843</b>	<b>3,361</b>	<b>3,153</b>
EBITDA	(Btmn)	2,993	4,270	5,731	6,926	8,767	8,548	6,032	4,918
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.11</b>	<b>0.13</b>	<b>0.21</b>	<b>0.35</b>	<b>0.29</b>	<b>0.22</b>	<b>0.26</b>	<b>0.24</b>
Net EPS	(Bt)	0.17	0.37	0.24	0.62	0.35	0.22	0.26	0.24
DPS	(Bt)	0.34	0.35	0.42	0.48	0.31	0.32	0.38	0.36

### Balance Sheet

FY March 31	Unit	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F	FY2024F
Total current assets	(Btmn)	25,722	21,667	19,653	22,398	14,157	10,935	11,722	11,594
Total fixed assets	(Btmn)	8,182	5,939	6,669	9,844	11,121	12,410	13,703	15,001
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>93,631</b>	<b>106,258</b>	<b>144,398</b>	<b>173,100</b>	<b>212,062</b>	<b>199,259</b>	<b>152,584</b>	<b>138,999</b>
Total loans	(Btmn)	25,013	31,740	53,418	75,798	99,483	95,000	50,000	45,000
Total current liabilities	(Btmn)	18,616	22,923	41,612	32,915	32,260	25,510	19,183	11,396
Total long-term liabilities	(Btmn)	29,833	36,971	50,477	72,940	103,766	98,247	58,379	53,513
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>48,449</b>	<b>59,895</b>	<b>92,089</b>	<b>105,855</b>	<b>136,025</b>	<b>123,757</b>	<b>77,562</b>	<b>64,909</b>
Paid-up capital	(Btmn)	49,594	49,635	49,258	62,942	63,015	63,015	63,015	63,015
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>45,182</b>	<b>46,364</b>	<b>52,310</b>	<b>67,246</b>	<b>76,037</b>	<b>75,502</b>	<b>75,021</b>	<b>74,090</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>3.53</b>	<b>3.40</b>	<b>3.27</b>	<b>4.18</b>	<b>4.57</b>	<b>4.47</b>	<b>4.37</b>	<b>4.24</b>

### Cash Flow Statement

FY March 31	Unit	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F	FY2024F
Core Profit	(Btmn)	1,289	1,553	2,545	4,640	1,072	2,843	3,361	3,153
Depreciation and amortization	(Btmn)	577	758	793	971	811	907	1,019	1,132
Operating cash flow	(Btmn)	10,763	4,577	8,864	(8,665)	12,776	(1,547)	2,319	(2,605)
Investing cash flow	(Btmn)	(11,570)	(13,621)	(39,044)	(23,140)	(39,295)	9,097	48,707	14,976
Financing cash flow	(Btmn)	13,537	3,407	24,743	31,011	27,122	(8,652)	(49,641)	(9,891)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>12,730</b>	<b>(5,637)</b>	<b>(5,437)</b>	<b>(795)</b>	<b>603</b>	<b>(1,103)</b>	<b>1,384</b>	<b>2,481</b>

### Key Financial Ratios

FY March 31	Unit	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F	FY2024F
Gross margin	(%)	43.9	33.6	11.3	16.5	18.4	27.8	23.7	35.6
Operating margin	(%)	17.2	14.8	5.6	7.6	11.0	15.2	9.2	9.0
EBITDA margin	(%)	44.0	35.1	12.9	19.6	25.0	32.6	26.1	38.3
EBIT margin	(%)	35.5	28.9	11.1	16.8	22.6	29.2	21.7	29.5
Net profit margin	(%)	29.4	36.3	6.5	23.1	13.0	10.9	14.6	24.6
ROE	(%)	4.4	9.5	5.5	12.1	6.0	3.8	4.5	4.3
ROA	(%)	1.6	1.6	2.0	2.9	0.6	1.4	1.9	2.2
Net D/E	(x)	0.2	0.5	0.9	1.1	1.3	1.2	0.6	0.5
Interest coverage	(x)	4.7	3.5	3.5	3.1	3.5	3.1	4.2	3.8
Debt service coverage	(x)	1.7	1.7	0.5	0.6	0.8	0.7	0.9	0.8
Payout Ratio	(%)	202.5	94.6	173.2	77.4	89.2	150.0	150.0	150.0

### Main Assumptions

FY March 31	Unit	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F	FY2024F
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	945.0	950.0	898.0	848.0	235.0	251.7	850.4	1,027.0
O&M revenue	(Btmn)	1,661	1,865	2,277	3,753	5,335	6,327	6,516	6,712
Media revenue	(Btmn)	3,010	3,902	5,204	5,866	2,614	3,800	4,500	5,000

**Financial statement**  
**Profit and Loss Statement**

FY March 31	Unit	3QFY20	4QFY20	1QFY21	2QFY21	3QFY21	4QFY21	1QFY22	2QFY22
Total revenue	(Btmn)	10,240	6,413	9,763	8,967	8,779	7,619	7,842	5,589
Cost of goods sold	(Btmn)	(8,263)	(5,469)	(8,365)	(7,446)	(7,169)	(5,694)	(6,270)	(4,233)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,977</b>	<b>943</b>	<b>1,398</b>	<b>1,520</b>	<b>1,610</b>	<b>1,925</b>	<b>1,571</b>	<b>1,356</b>
SG&A	(Btmn)	(877)	(924)	(613)	(542)	(604)	(838)	(681)	(621)
Other income	(Btmn)	945	623	1,007	885	1,043	1,164	932	1,015
Interest expense	(Btmn)	(550)	(551)	(573)	(609)	(655)	(673)	(722)	(838)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,495</b>	<b>92</b>	<b>1,220</b>	<b>1,254</b>	<b>1,394</b>	<b>1,579</b>	<b>1,101</b>	<b>913</b>
Corporate tax	(Btmn)	(345)	(685)	(271)	(394)	(746)	(515)	(323)	(336)
Equity a/c profits	(Btmn)	1,500	(118)	(479)	(242)	(639)	(304)	(19)	(236)
Minority interests	(Btmn)	(191)	908	(26)	(56)	(447)	(255)	(56)	(24)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,460</b>	<b>196</b>	<b>443</b>	<b>562</b>	<b>1,386</b>	<b>1,166</b>	<b>1,002</b>	<b>571</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	3,335	0	14	300	516	381	5
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,460</b>	<b>3,531</b>	<b>443</b>	<b>576</b>	<b>1,686</b>	<b>1,682</b>	<b>1,383</b>	<b>576</b>
EBITDA	(Btmn)	2,348	955	2,277	2,011	1,105	2,563	2,307	1,899
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.01</b>	<b>0.03</b>	<b>0.06</b>	<b>0.11</b>	<b>0.09</b>	<b>0.08</b>	<b>0.04</b>
Net EPS	(Bt)	0.19	0.27	0.03	0.06	0.13	0.13	0.11	0.04

**Balance Sheet**

FY March 31	Unit	3QFY20	4QFY20	1QFY21	2QFY21	3QFY21	4QFY21	1QFY22	2QFY22
Total current assets	(Btmn)	19,217	22,398	11,359	12,118	15,765	14,157	21,296	17,304
Total fixed assets	(Btmn)	10,860	9,844	9,915	9,922	14,780	11,121	11,208	13,414
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>171,955</b>	<b>173,100</b>	<b>175,817</b>	<b>185,906</b>	<b>205,974</b>	<b>212,062</b>	<b>225,250</b>	<b>228,847</b>
Total loans	(Btmn)	75,052	75,798	77,228	85,804	95,073	99,483	105,029	115,546
Total current liabilities	(Btmn)	29,098	32,915	28,371	32,993	31,037	32,260	42,509	40,839
Total long-term liabilities	(Btmn)	70,779	72,940	84,412	90,000	101,923	103,766	106,694	111,196
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>99,877</b>	<b>105,855</b>	<b>112,782</b>	<b>122,994</b>	<b>132,960</b>	<b>136,025</b>	<b>149,202</b>	<b>152,035</b>
Paid-up capital	(Btmn)	62,941	62,942	62,945	63,013	63,013	63,015	63,036	63,036
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>72,078</b>	<b>67,246</b>	<b>63,034</b>	<b>62,912</b>	<b>73,014</b>	<b>76,037</b>	<b>76,048</b>	<b>76,813</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>4.33</b>	<b>4.18</b>	<b>3.90</b>	<b>3.88</b>	<b>4.41</b>	<b>4.57</b>	<b>4.60</b>	<b>4.54</b>

**Cash Flow Statement**

FY March 31	Unit	3QFY20	4QFY20	1QFY21	2QFY21	3QFY21	4QFY21	1QFY22	2QFY22
Core Profit	(Btmn)	2,460	196	443	562	1,386	1,166	1,002	571
Depreciation and amortization	(Btmn)	262	197	193	215	222	181	237	209
Operating cash flow	(Btmn)	23,913	(16,927)	(2,425)	(7,166)	29,396	(19,806)	(2,425)	(7,166)
Investing cash flow	(Btmn)	11,724	34,577	(42,043)	17,855	(12,064)	36,855	(39,085)	15,902
Financing cash flow	(Btmn)	(36,024)	(18,253)	45,079	(10,162)	(16,664)	(18,253)	45,079	(10,162)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(386)</b>	<b>(604)</b>	<b>612</b>	<b>527</b>	<b>668</b>	<b>(1,204)</b>	<b>3,570</b>	<b>(1,426)</b>

**Key Financial Ratios**

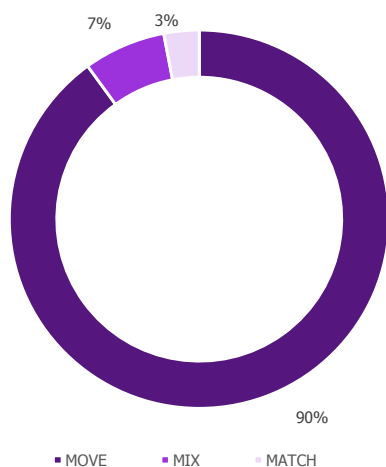
FY March 31	Unit	3QFY20	4QFY20	1QFY21	2QFY21	3QFY21	4QFY21	1QFY22	2QFY22
Gross margin	(%)	19.3	14.7	14.3	17.0	18.3	25.3	20.0	24.3
Operating margin	(%)	10.7	0.3	8.0	10.9	11.5	14.3	11.4	13.2
EBITDA margin	(%)	22.9	14.9	23.3	22.4	12.6	33.6	29.4	34.0
EBIT margin	(%)	20.4	11.8	21.3	20.0	10.1	31.3	26.4	30.2
Net profit margin	(%)	24.0	55.1	4.5	8.5	19.2	22.1	17.6	10.3
ROE	(%)	15.7	1.3	2.8	4.7	7.6	6.5	5.8	3.3
ROA	(%)	6.4	0.5	1.0	1.7	2.9	2.4	2.0	1.1
Net D/E	(x)	1.0	1.1	1.2	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
Interest coverage	(x)	4.3	1.7	4.0	3.3	1.7	3.8	3.2	2.3
Debt service coverage	(x)	0.7	0.3	1.0	0.6	0.4	0.9	0.6	0.4

**Main Assumptions**

FY March 31	Unit	3QFY20	4QFY20	1QFY21	2QFY21	3QFY21	4QFY21	1QFY22	2QFY22
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	259.8	98.2	(24.0)	108.0	130.0	21.0	(18.0)	(48.0)
O&M revenue	(Btmn)	952	1,105	1,153	1,300	1,334	1,548	1,557	1,557
Media revenue	(Btmn)	1,836	929	441	738	674	761	658	959

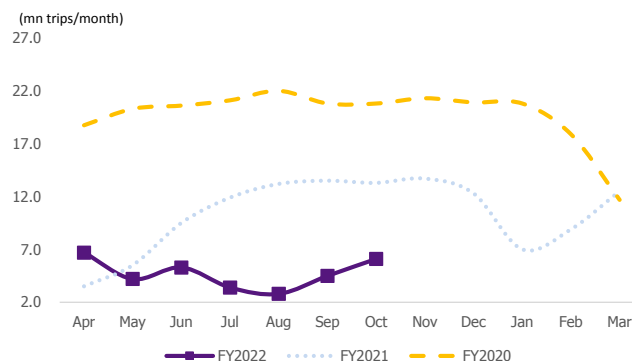
## Appendix

**Figure 1: Revenue breakdown as of FY2021**



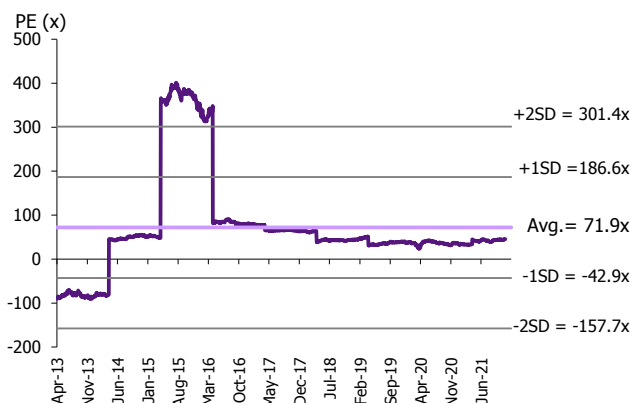
Source: SCBS Investment Research, BTS

**Figure 2: BTS ridership**



Source: SCBS Investment Research, BTS/GIF

**Figure 3: BTS's PE Band**



Source: SCBS Investment Research

**Figure 4: BTS's PBV Band**



Source: SCBS Investment Research

**Figure 5: SOTP valuation**

	% stake	Value (Btmn)	Per share (Bt)	Comment
<b>Mass transit</b>				
O&M for Green line core network	100	17,944	1.4	During 2029-2042
O&M for Green line extension Zone 1	100	11,804	0.9	
O&M for Green line extension Zone 2	100	28,402	2.2	
Pink line	75	12,258	0.9	
Yellow line	75	9,424	0.7	
O&M for Gold line Phase 1	100	1,522	0.1	
U-Tapao	35	9,230	0.7	
Two motorways projects	40	3,956	0.3	
<b>Total mass transit</b>		<b>94,540</b>	<b>7.2</b>	
<b>Investment</b>				
BTSGIF	33	12,606	1.0	Based on our TP of Bt6.6/sh.
VGI	51	25,500	1.9	Market price
U	36-47	10,809	0.8	Market price
<b>Total investment</b>		<b>48,915</b>	<b>3.7</b>	
Less: net debt		28,274	2.1	
<b>Grand total</b>		<b>115,181</b>		
<b>No. of shares</b>		<b>13,186</b>		
<b>TP per share (Bt)</b>		<b>8.7</b>		TP without concession extension on Green line
<b>Potential upside</b>				
Concession extension on Green line	100	62,488	4.8	
<b>TP per share (Bt)</b>		<b>13.5</b>		TP with concession extension on Green line

Source: SCBS Investment Research, BTS, VGI, U

**Figure 6: Valuation summary** (price as of Nov 18, 2021)

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$m)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F
Guangshen Railway Co Ltd	China	2,041	n.m	14.0	12.4	71.3	439.1	12.8	0.3	0.3	0.3	n.a	3.9	3.7	-0.7	1.6	1.9	8.4	5.0	4.9
MTR Corp Ltd	Hong Kong	33,280	27.2	17.0	16.7	297.1	60.3	1.9	1.5	1.4	1.3	3.0	3.1	3.3	4.7	7.8	8.5	24.9	13.1	15.5
East Japan Railway Co	Japan	23,436	n.m	30.2	16.9	39.0	137.8	78.3	1.1	1.1	1.0	1.4	1.5	1.8	-7.5	4.3	8.5	n.a.	12.8	9.2
West Japan Railway Co	Japan	11,154	n.m	35.0	16.8	30.4	126.8	108.1	1.2	1.2	1.1	1.9	2.1	2.5	-12.2	3.3	8.8	n.a.	13.3	8.3
Bangkok Expressway & Metro PCL	Thailand	4,221	145.2	46.2	33.0	(52.3)	214.5	40.0	3.7	3.5	3.3	0.5	1.3	2.0	2.4	7.9	10.0	49.9	27.8	24.1
BTS Group Holdings PCL	Thailand	3,958	38.2	42.4	42.1	(39.3)	(9.8)	0.8	2.2	2.2	2.2	2.7	2.9	3.1	4.8	4.8	5.5	42.3	38.8	37.9
<b>Average</b>			<b>70.2</b>	<b>30.8</b>	<b>23.0</b>	<b>57.7</b>	<b>161.5</b>	<b>40.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>-1.4</b>	<b>4.9</b>	<b>7.2</b>	<b>31.4</b>	<b>18.5</b>	<b>16.6</b>

Source: Bloomberg Finance L.P.

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่กลุ่มลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรูปแบบ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลยพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ 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 ข่าวก่อนการวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อการเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาการพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลยพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว ทั้งนี้ ธนาคารฯ ได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ CPALL และอาจได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใดๆ ของบริษัทต่างๆ ที่กล่าวถึงในเอกสารฉบับนี้ ความเห็น ข่าวก่อนการวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้อรับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการซื้อขายข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาการพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลยพินิจของแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าวก่อนการวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้อรับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการซื้อขายข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาการพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน 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 ข่าวก่อนการวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้อรับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการซื้อขายข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาการพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน 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 ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงิน

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

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

**CG Rating 2021 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ADVANC, AF, AH, AIRA, AKP, AKR, ALT, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARIP, ARROW, ASP, AUCTION, AWC, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCP, BCPG, BDMS, BEM, BGC, BGRIM, BIZ, BKI, BOL, BPP, BRR, BTS, BTW, BWG, CENTEL, CFRESH, CHEWA, CHO, CIMBT, CK, CKP, CM, CNT, COM7, COMAN, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CRC, CSS, DDD, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ETC, FPI, FPT, FSMART, GBX, GC, GCAP, GFPT, GGC\*, GLAND, GLOBAL, GPI, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, INTUCH, IP, IRPC, ITEL, IVL, JSP, JWD, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LPN, MACO, MAJOR, MAKRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOT, METCO, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTC, MVP, NCL, NEP, NER, NKI, NOBLE, NSI, NVD, NWR, NYT, OISHI, OR, ORI, OSP, OTO, PAF, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL\*, PLANB, PLANET, PLAT, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PROUD, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RS, S, S & J, SAAM, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SHR, SIRI, SIS, SITHAI, SMK, SMPK, SNC, SONIC, SPALI, SPI, SPRC, SPVI, SSSC, SST, STA, STEC\*, STI, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI\*, SYMC, SYNTEC, TACC, TASC, TCAP, TEAMG, TFMAMA, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG, THIP, THRE, THREL, TIP\*, TIPCO, TISCO, TK, TKT, TMT, TNDT, TNITY, TOA, TOP, TPBI, TQM, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSR, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UAC, UBIS, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WHAUP, WICE, WINNER, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, 7UP, ABICO, ABM, ACE, ACG, ADB, AEONTS, AGE, AHC, AIT, ALL, ALLA, ALUCON, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, APURE, AQUA, ASEFA, ASIAN, ASK, ATP30, BA, BC, BEC, BFIT, BJCHI, BR, CBG, CGH, CHAYO, CHOTI, CI, CMC, CPL, CRD, CSP, DCC, ASAP, ASIA, ASIMAR, ASN, B, BAM, BCH, BEYOND, BJC, BLA, BROOK, CEN, CHARAN, CHG, CHOW, CIG, COLOR, CPW, CSC, CWT, DCON, DHOUSE, DOD, DOHOME, DV8, EASON, EFORL, ERW, ESSO, ESTAR, ETE, FE, FLOYD, FN, FNS, FORTH, FSS, FTE, FVC, GEL, GENCO, GJS, GYT, HEMP, HPT, HTC, HYDRO, ICN, IFS, IMH, IND, INET, INSET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD\*, J, JAS, JCK, JCKH, JMART, JMT, KBS, KCAR, KEX, KGI, KIAT\*, KISS, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWC, KWM, L&E, LDC, LEO, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MATCH, MBAX, MEGA, META, MFC\*, MGT, MICRO, MILL, MITSIB, MK, MODERN, MTI, NBC, NCAP, NCH, NETBAY, NEX, NINE, NRF, NTV, OCC, OGC, PATO, PB, PICO, PIMO, PJW, PL, PM, PMTA, PPP, PPM, PRIME, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RBF, RCL, RICHY, RML, ROJNA, ROP, RT, RWI, S11, SA, SAK, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCN, SCP, SE, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SIAM, SINGER, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMIT, SMT, SNP, SO, SORKON, SPA, SPC, SPCG, SR, SRICHA, SSS, SSF, STANLY, STGT, STOWER\*, STPI, SUC, SWC, SYNEX, T, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TCMC, TEAM, TFG, TFI, TIGER, TITL, TKN, TKS, TM, TMC, TMD, TMI, TMILL, TNL, TNP, TOG, TPA, TPAC, TPCS, TPS, TRITN, TRT, TSE, TVT, TWP, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UTP, VCOM, VL, VNT, VPO, VRANDA, WGE, WIJK, WP, XO, XPG, YUASA

**Companies with Good CG Scoring**

A, AI, AIE, AJ, AMC, APP, AQ, ARIN, AS, AU, B52, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BROCK, BSBM, BSM, BYD\*, CCP, CITY, CMO, CPT, CSR, EKH, EP, FMT, GLOCON\*, GSC, HTECH, IHL, INGRS, JAK, JTS, KASET, KK, KWG, LEE, BTNC, CAZ, CGD, CMAN, CMR, CRANE, D, EMC, F&D, GIFT, GREEN, GTB, HUMAN, IIG, INOX, JR, JUBILE, KCM, KKC, KYE, LPH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, MJD, MORE, MUD, NC, NDR, NFC, NNCL, NOVA, NPK, NUSA, OCEAN, PAF, PF, PK, PLE, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PTL, RCI<sup>2</sup>, RJH, RP, RPH, RSP, SABUY, SF, SGP, SICT, SIMAT, SISB, SK, SMART, SOLAR, SPACK, SPG, SQ, SSP, STARK, STC, SUPER, SVOA, TC, TCCC, THMUI, TNH, TNR, TOPP, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TQR, TTI, TYCN, UKEM, UMS, UNIQ, UPA, UREKA, VIBHA, W, WIN, WORK, WPH, YGG, 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 2020 to 26 October 2021) is publicized.

<sup>1</sup> TIP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on July 24, 2021

<sup>2</sup> RCI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 16, 2021

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข้อความดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับการรับรอง)**

2S, ADVANC, AF, AI, AIE, AIRA, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AQUA, ARROW, ASK, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BEYOND, BGC, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECL, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GUNKUL, HANA, HARN, HEMP, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFEC, IFS, ILINK, INET, INSURE, INTUCH, IRC, IRPC, ITEL, IVL, JKN, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, KWG, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTC, MTI, NBC, NEP, NINE, NKI, NMG, NNCL, NOBLE, NOK, NSI, NWR, OCC, OCEAN, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PE, PG, PHOL, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RML, ROR, S & J, SAAM, SABINA, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SINGER, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMPK, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASC, TBSP, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPP, TRU, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTB, TTCL, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UPF, UV, VGI, VIH, VNT, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, ZEN

**Declared (ประกาศเจตนารมณ์)**

7UP, ABICO, APCO, ASIAN, AWC, BEC, BKD, CPL, CPW, CRC, DOHOME, ECF, EKH, ETC, EVER, GULF, III, INOX, JR, KEX, KUMWEL, LDC, MAJOR, MATCH, MILL, NCL, NRF, NUSA, PIMO, PR9, RS, SAK, SCGP, SCM, SIS, STAR, STECH, SUPER, TQM, TTA, VCOM, WIN, YUASA, ZIGA

**N/A**

3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJ, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALT, ALUCON, AMARIN, AMC, AMR, ANAN, AOT, APEX, APP, APURE, AQ, ARIN, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ASP, ASW, ATP30, AU, AUCTION, B52, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BE8, BEAUTY, BEM, BFIT, BGT, BH, BIG, BIZ, BJC, BLAND, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BYD, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHG, CHO, CI, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CV, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DITTO, DMT, DOD, DTCL, DV8, EASON, EE, EFORL, EMC, ESSO, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GYT, HENG, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IHL, IIG, ILM, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, J, JAK, JAS, JCK, JCKH, JCT, JMART, JMT, JP, JSP, JTS, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KOOL, KTIS, KUN, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LH, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, MENA, METCO, MGT, MICRO, MIDA, MITSIB, MJD, MK, ML, MODERN, MORE, MPIC, MUD, MVP, NC, NCAP, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NOVA, NPK, NSL, NTV, NVD, NYT, OHTL, OISHI, ONEE, OR, OSP, OTO, PACE, PACO, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIN, PJW, PLE, PMTA, POLAR, POMPI, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROEN, PROUD, PSG, PTL, PTTEP, RAM, RATCH, RBF, RCL, RICHY, RJH, ROCK, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S, S11, SA, SABUY, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCI, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SF, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STGT, STHAI, STI, STOWER, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAPAC, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TIPH, TITL, TK, TKN, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPA, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, W, WAVE, WGE, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, XPG, YGG

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of August 5, 2021) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.