

# บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์

บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)

# BTS

Bloomberg      BTS TB  
Reuters            BTS.BK



หลักทรัพย์อินโนเวสต์ เอช

## ขาดปัจจัยบวกกระตุ้น

เรายังคงคำแนะนำ tactical call สำหรับ BTS ไว้ที่ NEUTRAL ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ปรับใหม่เป็น 12.0 บาท (จาก 12.5 บาท) เพื่อสะท้อนการปรับประมาณการกำไรตลอดรวมถึงราคาหุ้น VGI ที่ปรับตัวลดลง ราคาเป้าหมายของเราจะอยู่ที่ 7.5 บาท หากไม่มีการต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้าสายสีเขียว เรายังมองไม่เห็นปัจจัยบวกที่จะกระตุ้นให้ราคาหุ้น BTS ปรับตัวขึ้นได้ในระยะ 3 เดือนข้างหน้า เนื่องจากต้องรอรัฐบาลใหม่เข้ามาพิจารณาประเด็นนี้ กทม. และการต่อสัมปทาน

**สรุปผลประกอบการ 4QFY66 (ม.ค.-มี.ค. 2566)** BTS รายงานขาดทุนสุทธิ 222 ลบ. ใน 4QFY66 แยกจากที่มีกำไรสุทธิ 1.1 พันลบ. ใน 3QFY66 และกำไรสุทธิ 812 ลบ. ใน 4QFY65 หากตัดรายการพิเศษออกไป พบว่าบริษัทมีขาดทุนปกติ 38 ลบ. ใน 4QFY66 แยกจากที่มีกำไรปกติ 1.2 พันลบ. ใน 3QFY66 และกำไรปกติ 588 ลบ. ใน 4QFY65 สาเหตุหลักที่ทำให้ผลประกอบการอ่อนแอ คือ ผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของ RABBIT และ KEX (บันทึกภายใต้ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากเงินลงทุน) รวมถึงขาดทุนจำนวนมากถึง 743 ลบ. จากการปรับมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนในตราสารหนี้ อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นที่อ่อนแอของ JMART และการลงทุนใน STARK ไม่ใช่สาเหตุที่ทำให้ผลประกอบการอ่อนแอ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของเงินลงทุนสองรายการนี้จะถูกปรับปรุงที่รายการกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่นในงบดุล กำไรสุทธิปี FY2566 อยู่ที่ 1.8 พันลบ. ลดลง 52% YoY โดยมีสาเหตุมาจากรายได้งานก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองที่ลดลง เนื่องจากการก่อสร้างสองโครงการนี้ใกล้แล้วเสร็จ และส่วนแบ่งกำไรที่อ่อนแอ (หลักๆ เกิดจาก KEX)

**ประเด็นสำคัญจากการประชุมนักวิเคราะห์** ภาพรวมเป็นกลาง ผู้บริหารชี้แจงว่าขาดทุนจากการปรับมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนในตราสารหนี้จำนวนมากที่บันทึกใน 4QFY66 มีสาเหตุมาจากหลายปัจจัย เช่น อัตราผลตอบแทนพันธบัตร อัตราแลกเปลี่ยน และเศรษฐกิจโลก แนวโน้มใน 1QFY67 (เม.ย.-มิ.ย. 2566) ขึ้นอยู่กับปัจจัยทางเศรษฐกิจ โครงการรถไฟฟ้าสายสีเหลืองจะเริ่มทดลองวิ่งในวันที่ 3 มิ.ย. ถึง 3 ก.ค. และคาดว่าจะเปิดเดินรถเชิงพาณิชย์ได้ในวันที่ 4 ก.ค. ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับอนุมัติของ รฟม. โดยจะต้องมีผู้โดยสารจำนวน 130,000 เที่ยวคนต่อวันเพื่อให้ถึงจุดคุ้มทุนที่ระดับกำไรสุทธิเทียบกับสมมติฐานของเราที่ 75,000 เที่ยวคนต่อวันสำหรับการดำเนินงานปีแรก BTS คาดว่าจะเปิดให้บริการสายสีชมพูได้ในช่วงต้นปี 2567 นอกจากนี้ผู้บริหารยังระบุด้วยว่าบริษัทไม่มีการลงทุนในหุ้นกู้ของ STARK

**แนวโน้มผลประกอบการ 1QFY67** เราคาดว่าผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้น QoQ เนื่องจากเราคาดว่าจะไม่มีการบันทึกขาดทุนจากการปรับมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนในตราสารหนี้จำนวนมากเกิดขึ้นอีก อย่างไรก็ตาม ผลประกอบการน่าจะอ่อนแอลง YoY โดยมีสาเหตุมาจากรายได้งานก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองที่ลดลง เราคาดว่าผลประกอบการจะพลิกกลับมาเป็นบวกใน 1QFY67

**ปรับประมาณการปี FY2567 ลดลง** เราปรับประมาณการกำไรปี FY2567 ของ BTS ลดลง 11.3% สู่ 1.9 พันลบ. (-2.2% YoY) หลักๆ เพื่อสะท้อนการปรับประมาณการผลประกอบการของ KEX ลดลงเมื่อไม่นานนี้หลังจากบริษัทรายงานผลประกอบการ 1Q66 ที่อ่อนแอ เราคาดว่ากำไรปี FY2567 ของ BTS จะลดลง โดยมีสาเหตุมาจากรายได้งานก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองที่ลดลงและต้นทุนเพิ่มเติมในการดำเนินงานโครงการรถไฟฟ้าสายสีเหลืองและสายสีชมพู เราเชื่อว่าการดำเนินงานปีแรกน่าจะมีผลขาดทุน

**ปัจจัยเสี่ยงและความกังวล** ประเด็น overhang เกี่ยวกับการต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้าสายสีเขียวและการชำระหนี้จาก กทม. จะยังคงเป็นตัวจำกัด upside ของราคาหุ้น เนื่องจากยังไม่มีโมเดลที่ชัดเจน

### Forecasts and valuation

Year to 31 Mar	Unit	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Revenue	(Btmn)	26,056	18,311	17,226	15,179	15,966
EBITDA	(Btmn)	8,383	7,992	7,038	6,652	6,300
Core profit	(Btmn)	2,892	1,952	1,908	1,406	2,074
Reported profit	(Btmn)	3,826	1,836	1,908	1,406	2,074
Core EPS	(Bt)	0.22	0.15	0.14	0.11	0.16
DPS	(Bt)	0.31	0.31	0.22	0.16	0.24
P/E, core	(x)	32.1	47.6	48.7	66.0	44.8
EPS growth, core	(%)	169.6	(32.5)	(2.2)	(26.3)	47.5
P/BV, core	(x)	1.5	1.7	1.7	1.7	1.8
ROE	(%)	3.6	2.3	2.4	1.8	2.7
Dividend yield	(%)	4.4	4.4	3.1	2.3	3.4
EBITDA growth	(%)	(4.4)	(4.7)	(11.9)	(5.5)	(5.3)

Source: InnovestX Research

**Tactical: NEUTRAL**  
(3-month)

### Stock data

Last close (Jun 1) (Bt)	7.05
Target price (Bt)	12.00
Mkt cap (Btmn)	92.83
Mkt cap (US\$mn)	2,685

Beta	L
Mkt cap (%) SET	0.50
Sector % SET	8.07
Shares issued (mn)	13,168
Par value (Bt)	4.00
12-m high / low (Bt)	9 / 5.4
Avg. daily 6m (US\$mn)	7.56
Foreign limit / actual (%)	49 / 22
Free float (%)	59.3
Dividend policy (%)	≥ 50

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(9.0)	(9.6)	(19.9)
Relative to SET	(8.6)	(4.2)	(13.2)

### 2022 Sustainability / ESG Score

Sustainability Index (THSI)      Included

### 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 สูงสุดในกลุ่ม และยังมีคะแนนสูงสุดในแต่ละด้านอีกด้วย (สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล)

Source: Bloomberg Finance L.P. (รายละเอียดหน้า 3)

### นักวิเคราะห์

กิตติสร พงศ์ทิภ, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

kittisom.pruittipat@scb.co.th

**จุดเด่น**

BTS เป็นผู้นำด้านการพัฒนาและดำเนินงานระบบรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนในประเทศไทย บริษัทได้รับสัมปทานรถไฟฟ้าสายสีเขียวหลัก ซึ่งพาดผ่านพื้นที่ที่ได้รับความนิยมในการเดินทางหลายพื้นที่ด้วยกันในกรุงเทพฯ BTS ได้ขายสิทธิการได้รับรายได้ค่าโดยสารสุทธิให้กับ BTSGIF ซึ่งบริษัทถือหุ้นอยู่ 33% นอกจากนี้ BTS ยังเป็นผู้ดำเนินธุรกิจสื่อนอกบ้าน (Out-of-Home) ในประเทศไทยผ่านการลงทุนใน VGI (ถือหุ้น 51%) ซึ่งขยายเครือข่ายสื่อโฆษณาไปทั่วภูมิภาคอาเซียน BTS ยังมีธุรกิจอาหารบริการภายใต้ ยู ซีดี (ถือหุ้น 35%) ด้วย

**แนวโน้มธุรกิจ**

เราเชื่อว่าทุกธุรกิจของ BTS อยู่ในช่วงฟื้นตัว และคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวกลับคืนสู่ระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปี FY2568 (เม.ย. 2567-มี.ค. 2568) แนวโน้มระยะยาวเป็นบวก เนื่องจากมีโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานหลายโครงการที่จะเปิดประมูล เช่น รถไฟฟ้า และมอเตอร์เวย์ ซึ่ง BTS มีโอกาสชนะการประมูล นอกจากนี้แล้ว BTS ก็มีโครงการโครงสร้างพื้นฐานหลายโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรของบริษัทเติบโตอย่างต่อเนื่อง

Bullish views	Bearish views
1. การต่อสัมปทานรถไฟฟ้าสายสีเขียวจะได้ข้อสรุปในระยะเวลาอันใกล้	1. การต่อสัมปทานรถไฟฟ้าสายสีเขียวไม่่าจะได้ข้อสรุปในระยะเวลาอันใกล้นี้ และการชำระหนี้จาก กทม. ไม่น่าจะช่วยเพิ่ม upside ให้กับราคาเป้าหมายแต่อย่างใด เนื่องจากตลาดคาดการณ์ไว้แล้วว่าในที่สุดแล้ว กทม. จะชำระหนี้ให้กับ BTS
2. กทม. ชำระหนี้ให้กับ BTS ซึ่งจะช่วยหนุนให้งบดุลของบริษัทปรับตัวดีขึ้น	2. upside ระยะสั้นมีจำกัด เนื่องจากราคาหุ้นปัจจุบันอยู่ที่ระดับเหมาะสมแล้วโดยไม่รวม upside จากการต่อสัมปทาน

**ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ**

ปัจจัย	อิวัณท์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
พัฒนาการล่าสุด	ศาลสั่งให้ กทม. ชำระหนี้ให้กับ BTS	กลาง	ประมาณการของเราใช้สมมติฐานไว้แล้วว่าในที่สุด กทม. จะชำระหนี้ให้กับ BTS นอกจากนี้ กทม. ก็ยื่นอุทธรณ์คดีนี้ต่อศาลแล้ว
แนวโน้มผลประกอบการระยะสั้น	โมเมนตัมผลประกอบการ 1QFY67	ดีขึ้น QoQ แต่ลดลง YoY	ผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้น QoQ เนื่องจากขาดทุนจากการปรับมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนในตราสารหนี้ที่น่าจะลดลง อย่างไรก็ตาม ผลประกอบการน่าจะอ่อนแอลง YoY โดยมีสาเหตุมาจากรายได้จังก่อสร้างที่ลดลง
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี FY2567	ความเคลื่อนไหวของ ผู้ว่าฯ กทม.	บวก/ลบ	อาจเป็นบวกหรือลบ โดยจะเป็นบวกหากมีการอนุมัติต่อสัมปทาน ขณะที่ผลกระทบด้านลบอาจอยู่ในรูปความเสี่ยงด้านกฎหมาย

**การวิเคราะห์ความอ่อนไหว**

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

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

เรามองว่าธุรกิจของ BTS เองเป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม ธุรกิจรถไฟฟ้ามหานครมีการปล่อยมลพิษต่ำ บริษัทได้รับคัดเลือกเข้าเป็นสมาชิกในดัชนี Dow Jones Sustainability Index (DJSI) นอกจากนี้ BTS ยังได้รับรางวัล และได้รับการจัดอันดับให้เป็นผู้นำอันดับ 1 ของโลกในกลุ่มอุตสาหกรรมคมนาคมและโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมของ DJSI ด้วย

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

Bloomberg ESG Score	66.17 (2022)	CG Rating 0-5	BTS	DJSI	Yes	SETTHSI	Yes	THSI	Yes
Rank in Sector	1/27								

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) ให้ทุนสนับสนุนการพัฒนาศึกษาและความสามารถของนักศึกษาเยาวชนไทยสู่การแข่งขันกีฬาระดับนานาชาติ
- สำหรับการศึกษามีคุณภาพและการแบ่งปันความรู้ 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**

	2021	2022
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>62.17</b>	<b>66.17</b>
<b>Environment</b>	<b>47.30</b>	<b>50.98</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1	3.57	3.49
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Total Energy Consumption	152.43	170.59
<b>Social</b>	<b>51.75</b>	<b>60.10</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	12	8
Director Share Ownership Guidelines	0	0

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล อาทิเช่นข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับการเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY March 31	Unit	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Total revenue	(Btmn)	44,540	35,405	35,128	26,056	18,311	17,226	15,179	15,966
Cost of goods sold	(Btmn)	(39,498)	(29,566)	(28,674)	(20,267)	(12,311)	(13,763)	(11,812)	(12,584)
<b>Gross profit</b>	(Btmn)	<b>5,042</b>	<b>5,839</b>	<b>6,454</b>	<b>5,789</b>	<b>6,000</b>	<b>3,463</b>	<b>3,367</b>	<b>3,382</b>
SG&A	(Btmn)	(2,535)	(3,160)	(2,597)	(2,622)	(4,139)	(3,476)	(3,580)	(3,652)
Other income	(Btmn)	2,430	3,276	4,099	4,345	5,164	6,078	5,871	5,555
Interest expense	(Btmn)	(1,642)	(2,245)	(2,509)	(3,220)	(3,818)	(4,453)	(5,325)	(4,453)
<b>Pre-tax profit</b>	(Btmn)	<b>3,296</b>	<b>3,710</b>	<b>5,447</b>	<b>4,293</b>	<b>3,208</b>	<b>1,612</b>	<b>333</b>	<b>832</b>
Corporate tax	(Btmn)	(773)	(1,478)	(1,927)	(1,214)	(1,539)	(403)	(67)	(166)
Equity a/c profits	(Btmn)	552	2,071	(1,664)	(131)	350	483	921	1,188
Minority interests	(Btmn)	(530)	336	(783)	(55)	214	216	218	220
<b>Core profit</b>	(Btmn)	<b>2,545</b>	<b>4,640</b>	<b>1,072</b>	<b>2,892</b>	<b>2,233</b>	<b>1,908</b>	<b>1,406</b>	<b>2,074</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	328	3,522	3,504	934	(115)	0	0	0
<b>Net Profit</b>	(Btmn)	<b>2,873</b>	<b>8,162</b>	<b>4,576</b>	<b>3,826</b>	<b>2,117</b>	<b>1,908</b>	<b>1,406</b>	<b>2,074</b>
EBITDA	(Btmn)	5,731	6,926	8,767	8,383	7,992	7,038	6,652	6,300
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.21</b>	<b>0.35</b>	<b>0.08</b>	<b>0.22</b>	<b>0.15</b>	<b>0.14</b>	<b>0.11</b>	<b>0.16</b>
Net EPS	(Bt)	0.24	0.62	0.35	0.29	0.14	0.14	0.11	0.16
DPS	(Bt)	0.42	0.48	0.31	0.31	0.31	0.22	0.16	0.24

### Balance Sheet

FY March 31	Unit	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Total current assets	(Btmn)	19,653	22,398	14,157	23,153	22,707	25,295	30,000	30,881
Total fixed assets	(Btmn)	6,669	9,844	11,121	13,993	13,724	13,484	13,260	13,056
<b>Total assets</b>	(Btmn)	<b>144,398</b>	<b>173,100</b>	<b>212,076</b>	<b>255,867</b>	<b>270,926</b>	<b>254,361</b>	<b>254,087</b>	<b>250,008</b>
Total loans	(Btmn)	53,418	75,798	99,483	132,307	154,488	137,000	142,000	137,000
Total current liabilities	(Btmn)	41,612	32,915	32,270	47,524	40,835	48,990	44,917	46,468
Total long-term liabilities	(Btmn)	50,477	72,940	103,768	122,215	148,769	125,848	130,957	126,066
<b>Total liabilities</b>	(Btmn)	<b>92,089</b>	<b>105,855</b>	<b>136,038</b>	<b>169,739</b>	<b>189,604</b>	<b>174,838</b>	<b>175,874</b>	<b>172,535</b>
Paid-up capital	(Btmn)	49,258	62,942	63,015	63,050	63,081	63,081	63,081	63,081
<b>Total equity</b>	(Btmn)	<b>52,310</b>	<b>67,246</b>	<b>76,037</b>	<b>86,128</b>	<b>81,322</b>	<b>79,522</b>	<b>78,213</b>	<b>77,473</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>3.27</b>	<b>4.18</b>	<b>4.57</b>	<b>4.71</b>	<b>4.26</b>	<b>4.14</b>	<b>4.06</b>	<b>4.02</b>

### Cash Flow Statement

FY March 31	Unit	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Core Profit	(Btmn)	2,545	4,640	1,072	2,892	2,233	1,908	1,406	2,074
Depreciation and amortization	(Btmn)	793	971	811	871	967	973	994	1,015
Operating cash flow	(Btmn)	8,864	(8,665)	12,787	(3,212)	7,134	(1,298)	(6,819)	(2,719)
Investing cash flow	(Btmn)	(39,044)	(23,140)	(39,306)	(34,738)	(16,540)	20,242	5,386	6,040
Financing cash flow	(Btmn)	24,743	31,011	27,122	38,216	15,603	(20,979)	2,503	(7,593)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(5,437)</b>	<b>(795)</b>	<b>603</b>	<b>265</b>	<b>6,198</b>	<b>(2,035)</b>	<b>1,069</b>	<b>(4,273)</b>

### Key Financial Ratios

FY March 31	Unit	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Gross margin	(%)	11.3	16.5	18.4	22.2	32.8	20.1	22.2	21.2
Operating margin	(%)	5.6	7.6	11.0	12.2	10.2	(0.1)	(1.4)	(1.7)
EBITDA margin	(%)	12.9	19.6	25.0	32.2	43.6	40.9	43.8	39.5
EBIT margin	(%)	11.1	16.8	22.6	28.8	38.4	35.2	37.3	33.1
Net profit margin	(%)	6.5	23.1	13.0	14.7	10.0	11.1	9.3	13.0
ROE	(%)	5.5	12.1	6.0	4.4	2.3	2.4	1.8	2.7
ROA	(%)	2.0	2.9	0.6	1.2	0.8	0.7	0.6	0.8
Net D/E	(x)	0.9	1.1	1.3	1.5	1.8	1.6	1.7	1.7
Interest coverage	(x)	3.5	3.1	3.5	2.6	2.1	1.6	1.2	1.4
Debt service coverage	(x)	0.5	0.6	0.8	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2
Payout Ratio	(%)	173.2	77.4	89.2	106.7	222.3	150.0	150.0	150.0

### Main Assumptions

FY March 31	Unit	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	898.0	848.0	235.0	(29.0)	390.0	908.1	1,198.9	1,296.7
O&M revenue	(Btmn)	2,277	3,753	5,335	6,304	6,834	6,902	7,109	7,323
Media revenue	(Btmn)	5,204	5,866	2,614	4,298	5,138	6,166	6,782	7,325

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY March 31	Unit	1QFY22	2QFY22	3QFY22	4QFY22	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23
Total revenue	(Btmn)	7,842	5,589	7,896	4,729	4,003	4,580	4,721	5,007
Cost of goods sold	(Btmn)	(6,270)	(4,233)	(6,406)	(3,358)	(2,632)	(3,093)	(3,234)	(3,352)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,571</b>	<b>1,356</b>	<b>1,490</b>	<b>1,371</b>	<b>1,371</b>	<b>1,487</b>	<b>1,487</b>	<b>1,655</b>
SG&A	(Btmn)	(681)	(621)	(765)	(555)	(793)	(874)	(1,218)	(1,253)
Other income	(Btmn)	932	1,015	1,020	1,378	856	955	1,624	1,729
Interest expense	(Btmn)	(722)	(838)	(865)	(795)	(884)	(936)	(1,032)	(965)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,101</b>	<b>913</b>	<b>880</b>	<b>1,398</b>	<b>549</b>	<b>632</b>	<b>861</b>	<b>1,166</b>
Corporate tax	(Btmn)	(323)	(336)	(270)	(285)	(392)	(301)	(468)	(377)
Equity a/c profits	(Btmn)	(19)	(236)	311	(187)	213	(116)	444	(190)
Minority interests	(Btmn)	(56)	(24)	(3)	27	(8)	3	26	193
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,002</b>	<b>571</b>	<b>603</b>	<b>588</b>	<b>464</b>	<b>360</b>	<b>1,166</b>	<b>(38)</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	381	5	451	224	72	114	(118)	(184)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,383</b>	<b>576</b>	<b>1,054</b>	<b>812</b>	<b>536</b>	<b>474</b>	<b>1,048</b>	<b>(222)</b>
EBITDA	(Btmn)	2,200	1,804	2,033	1,474	1,811	1,621	2,181	1,412
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.08</b>	<b>0.04</b>	<b>0.05</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>	<b>0.09</b>	<b>(0.00)</b>
Net EPS	(Bt)	0.11	0.04	0.08	0.06	0.04	0.04	0.08	(0.02)

### Balance Sheet

FY March 31	Unit	1QFY22	2QFY22	3QFY22	4QFY22	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23
Total current assets	(Btmn)	21,296	17,304	14,295	23,153	15,058	14,418	30,520	22,707
Total fixed assets	(Btmn)	11,208	13,414	13,767	13,993	14,423	14,588	15,321	13,724
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>225,250</b>	<b>228,847</b>	<b>243,641</b>	<b>255,867</b>	<b>253,804</b>	<b>257,742</b>	<b>274,406</b>	<b>270,926</b>
Total loans	(Btmn)	105,029	115,546	125,446	132,307	132,865	136,064	155,507	154,488
Total current liabilities	(Btmn)	42,509	40,839	42,541	47,524	33,112	39,547	41,396	40,835
Total long-term liabilities	(Btmn)	106,694	111,196	121,453	122,215	132,501	131,112	145,988	148,769
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>149,202</b>	<b>152,035</b>	<b>163,994</b>	<b>169,739</b>	<b>165,613</b>	<b>170,659</b>	<b>187,385</b>	<b>189,604</b>
Paid-up capital	(Btmn)	63,036	63,036	63,046	63,050	63,081	63,081	63,081	63,081
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>76,048</b>	<b>76,813</b>	<b>79,647</b>	<b>86,128</b>	<b>88,191</b>	<b>87,083</b>	<b>87,532</b>	<b>88,203</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>4.60</b>	<b>4.54</b>	<b>4.72</b>	<b>4.72</b>	<b>4.77</b>	<b>4.66</b>	<b>4.72</b>	<b>4.79</b>

### Cash Flow Statement

FY March 31	Unit	1QFY22	2QFY22	3QFY22	4QFY22	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23
Core Profit	(Btmn)	1,002	571	603	588	464	360	1,166	(38)
Depreciation and amortization	(Btmn)	237	209	249	177	224	244	258	241
Operating cash flow	(Btmn)	7,869	(9,729)	17,507	(15,648)	7,869	(9,729)	17,507	(15,648)
Investing cash flow	(Btmn)	26,946	(14,470)	(19,919)	7,709	29,691	(15,840)	(9,599)	1,945
Financing cash flow	(Btmn)	(31,246)	22,773	309	8,164	(31,246)	22,773	309	8,164
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,570</b>	<b>(1,426)</b>	<b>(2,103)</b>	<b>225</b>	<b>6,315</b>	<b>(2,796)</b>	<b>8,217</b>	<b>(5,539)</b>

### Key Financial Ratios

FY March 31	Unit	1QFY22	2QFY22	3QFY22	4QFY22	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23
Gross margin	(%)	20.0	24.3	18.9	29.0	34.3	32.5	31.5	33.0
Operating margin	(%)	11.4	13.2	9.2	17.3	14.4	13.4	5.7	8.0
EBITDA margin	(%)	28.1	32.3	25.8	31.2	45.2	35.4	46.2	28.2
EBIT margin	(%)	25.0	28.5	22.6	27.4	39.6	30.1	40.7	23.4
Net profit margin	(%)	17.6	10.3	13.3	17.2	13.4	10.3	22.2	(4.4)
ROE	(%)	5.8	3.3	3.2	2.9	2.3	1.8	5.6	(0.2)
ROA	(%)	2.0	1.1	1.1	1.0	0.8	0.6	1.8	(0.1)
Net D/E	(x)	1.3	1.4	1.5	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6
Interest coverage	(x)	3.0	2.2	2.4	1.9	2.0	1.7	2.1	1.5
Debt service coverage	(x)	0.6	0.3	0.4	0.2	0.5	0.3	0.4	0.3

### Main Assumptions

FY March 31	Unit	1QFY22	2QFY22	3QFY22	4QFY22	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	(18.0)	(48.0)	30.0	7.0	46.0	98.0	102.0	144.0
O&M revenue	(Btmn)	1,557	1,557	1,529	1,657	1,662	1,662	1,662	1,848
Media revenue	(Btmn)	658	959	812	354	727	1,284	1,009	608

Figure 1: 4QFY23 results review

Unit: Btmn	4QFY22	3QFY23	4QFY23	QoQ	YoY
Total operating revenue	4,729	4,721	5,007	6.1%	5.9%
Cost of goods sold	(3,358)	(3,234)	(3,352)	3.7%	-0.2%
<b>Gross profit</b>	<b>1,371</b>	<b>1,487</b>	<b>1,655</b>	<b>11.3%</b>	<b>20.7%</b>
SG&A	(555)	(1,218)	(1,253)	2.9%	125.7%
Other income/(expense)	1,237	1,809	716	-60.4%	-42.1%
Interest expense	(795)	(1,032)	(965)	-6.5%	21.4%
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,258</b>	<b>1,047</b>	<b>152</b>	<b>-85.4%</b>	<b>-87.9%</b>
Corporate tax	(285)	(468)	(377)	-19.5%	32.1%
Equity a/c profits	(187)	444	(190)	na.	1.7%
Minority interests	27	26	193	635.9%	609.3%
<b>Net profit</b>	<b>812</b>	<b>1,049</b>	<b>(222)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>
<b>EPS (Bt/sh.)</b>	<b>0.06</b>	<b>0.08</b>	<b>(0.02)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>
<b>Adjusted core profit</b>	<b>588</b>	<b>1,166</b>	<b>(38)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>

Source: InnovestX Research, BTS

Figure 2: 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	11,280	0.9	
O&M for Green line extension Zone 2	100	29,962	2.3	
Pink line	75	12,258	0.9	
Yellow line	75	9,424	0.7	
O&M for Gold line Phase 1	100	1,708	0.1	
U-Tapao	35	9,230	0.7	
Two motorways projects	40	3,956	0.3	
<b>Total mass transit</b>		<b>95,762</b>	<b>7.3</b>	
<b>Investment</b>				
BTSGIF	33	10,505	0.8	Based on our TP of Bt5.5/sh.
VGI	51	20,400	1.5	Market price
U	36-48	10,809	0.8	Market price
<b>Total investment</b>		<b>41,714</b>	<b>3.2</b>	
Less: net debt		38,743	2.9	
<b>Grand total</b>		<b>98,733</b>		
<b>No. of shares</b>		<b>13,186</b>		
<b>TP per share (Bt)</b>		<b>7.5</b>		TP without concession extension on Green line
<b>Potential upside</b>				
Concession extension on Green line	100	58,571	4.5	
<b>TP per share (Bt)</b>		<b>12.0</b>		TP with concession extension on Green line

Source: InnovestX Research, BTS, VGI, U

Figure 3: Valuation summary (price as of Jun 1, 2023)

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$mn)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F
Guangshen Railway Co Ltd	China	3,027	14.1	14.1	10.8	147.9	0.0	30.6	0.5	0.5	0.5	3.6	3.6	4.9	3.7	3.7	5.0	7.6	7.6	6.8
MTR Corp Ltd	Hong Kong	28,311	20.4	20.4	11.4	10.1	0.0	79.7	1.2	1.2	1.1	3.8	3.8	3.9	6.0	6.0	10.3	15.9	15.9	11.9
East Japan Railway Co	Japan	20,948	40.0	22.1	16.1	43.0	80.6	37.4	1.2	1.1	1.1	1.3	1.5	1.7	2.8	5.3	7.1	14.4	11.8	10.2
West Japan Railway Co	Japan	10,232	19.7	19.8	16.7	105.7	(0.2)	18.7	1.4	1.3	1.3	1.7	1.8	2.0	6.5	6.6	7.5	12.7	10.6	9.4
Bangkok Expressway & Metro PCL	Thailand	3,558	33.4	33.4	28.6	50.6	0.0	16.6	3.1	3.1	3.0	2.0	2.0	2.4	9.6	9.6	10.8	23.2	23.2	20.4
BTS Group Holdings PCL	Thailand	2,684	40.5	34.2	30.3	(1.6)	18.4	12.7	1.5	1.5	1.4	3.4	3.5	3.5	3.7	4.0	4.4	62.0	45.4	38.6
<b>Average</b>			<b>28.0</b>	<b>24.0</b>	<b>19.0</b>	<b>59.3</b>	<b>16.5</b>	<b>32.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>	<b>5.4</b>	<b>5.9</b>	<b>7.5</b>	<b>22.6</b>	<b>19.1</b>	<b>16.2</b>

Source: Bloomberg Finance L.P.

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอช จำกัด (INVX) ซึ่งมีบริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท เอสซีบี เคบีซี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ 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 อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงวิจารณ์ฐานะของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอช จำกัด (INVX) ซึ่งมีบริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ บริษัท บีทีเอส รีเทล คอร์ปอเรชั่น (มหาชน) (“BRC”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ 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 อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงวิจารณ์ฐานะของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นสำหรับบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์เชิงพาณิชย์ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

©สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอช จำกัด

**CG Rating 2022 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

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

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, 7UP, ABICO, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AGE, AHC, AIE, AIT, ALUCON, AMANAH, AMR, APCO, APCS, AQUA, ARIN, ARROW, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASN, ATP30, B, BA, BC, BCH, BE8, BEC, SCAP, BH, BIG, BJC, BJCHI, BLA, BR, BRI, BROOK, BSM, BYD, CBG, CEN, CHARAN, CHAYO, CHG, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CITY, CIVIL, CMC, CPL, CPW, CRANE, CRD, CSC, CSP, CV, CWT, DCC, DHOUSE, DITTO, DMT, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EFORL, ERW, ESSO, ESTAR, FE, FLOYD, FORTH, FSS, FTE, GBX, GCAP, GENCO, GJS, GTB, GYT, HEALTH, HPT, HTC, HUMAN, HYDRO, ICN, IFS, IIG, IMH, INET, INGRS, INSET, INSURE, IRPC, IT, ITD, J, JAS, JCK, JCKH, JMT, JR, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWC, KWM, L&E, LDC, LEO, LH, LHK, M, MATCH, MBAX, MEGA, META, MFC, MGT, MICRO, MILL, MITSIB, MK, MODERN, MTI, NBC, NCAP, NCH, NDR, NETBAY, NEX, NINE, NATION, NNCL, NOVA, NPK, NRF, NTV, NUSA, NWR, OCC, OGC, ONEE, PACO, PATO, PB, PICO, PIMO, PIN, PJW, PL, PLE, PM, PMTA, PPP, PPPM, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRINC, PROEN, PROS, PROUD, PSG, PSTC, PT, PTC, QLT, RCL, RICHY, RJH, ROJNA, RPC, RT, RWI, S11, SA, SABUY, SAK, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCP, SE, SECURE, SFLEX, SFP, SFT, SGP, SIAM, SINGER, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMART, SMD, SMIIT, SMT, SNNP, SNP, SO, SPA, SPC, SPCG, SR, SRICHA, SSF, SSP, STANLY, STC, STPI, SUC, SVOA, SVT, SWC, SYNEX, TAE, TAKUNI, TCC, TCMC, TFG, TFI, TFM, TGH, TIDLOR, TIGER, TIPH, TITLE, TM, TMC, TMD, TMI, TNL, TNP, TNR, TOG, TPA, TPAC, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPS, TQR, TRITN, TRT, TRU, TRV, TSE, TVT, TWP, UBE, UEC, UKEM, UMI, UOBKH, UP, UPF, UTP, VIBHA, VL, VPO, VRANDA, WGE, WIJK, WIN, WINMED, WORK, WP, XO, YUASA, ZIGA

**Companies with Good CG Scoring**

A, A5, AI, ALL, ALPHAX, AMC, APP, AQ, AU, B52, BEAUTY, BGT, BLAND, BM, BROCK, BSBM, BTNC, CAZ, CCP, CGD, CMAN, CMO, CMR, CPANEL, CPT, CSR, CTW, D, DCON, EKH, EMK, EP, EVER, F&D, FMT, GIFT, GLOCON, GLORY, GREEN, GSC, HL, HTECH, IHL, INOX, JAK, JMART, JSP, JUBILE, KASET, KCM, KWI, KYE, LEE, LPH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, MENA, MJD, MORE, MPIC, MUD, NC, NEWS, NFC, NSL, NV, PAF, PEACE, PF, PK, PPM, PRAKIT, PTL, RAM, ROCK, RP, RPH, RSP, SIMAT, SISB, SK, SOLAR, SPACK, SPG, SQ, STARK, STECH, SUPER, SVH, PTECH, TC, TCCC, TCJ, TEAM, THE, THMUI, TKC, TNH, TNPC, TOPP, TPCH, TPOLY, TRUBB, TTI, TYCN, UMS, UNIQU, UPA, UREKA, VARO, W, WFX, WPH, YGG

**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 2021 to 27 October 2022) is publicized.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการให้ข้อมูล CGR ของระดับนักวิจัยด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับรับรอง)**

2S, 7UP, ADVANC, AF, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWS, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPL, CPN, CRC, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRC, IRPC, ITEL, IVL, JKN, JR, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWI, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MAKRO, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NOK, NRF, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, 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, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RS, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SINGER, SIRI, SITHAI, SKR, SMT, SMK, SMPK, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TACC, TPCAP, 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, TPCS, TPP, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVI, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UPF, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ประกาศเจตนา)**

AAI, AH, ASW, BBGI, CBG, CI, CPW, CV, DMT, DOHOME, EKH, EVER, FLOYD, GLOBAL, GREEN, ICN, ITC, J, JAS, JMART, JMT, JTS, LEO, LH, MEGA, MENA, MODERN, NER, OR, OSP, OTO, PRIME, PRTR, RBF, RT, SA, SANKO, SFLEX, SIS, SUPER, SVOA, SVT, TEGH, TGE, TIPH, TKN, TMI, TPLAS, VARO, W, WIN, WPH

**N/A**

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALL, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMARC, AMARIN, AMC, AMR, ANAN, AOT, APCO, APEX, 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, BIOTECH, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BLAND, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BRI, BROCK, BSM, BTG, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CAZ, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHARAN, CHASE, CHAYO, CHG, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DEXON, DHOUSE, DITTO, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, EE, EFORL, EMC, ESSO, F&D, FANCY, FE, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, IFEC, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRPC, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCKH, JCT, JDF, JSP, JUBILE, KAMART, KC, KCC, KCM, KDH, KEX, KGEN, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTM, KUMWEL, KUN, KWC, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MASTER, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, METCO, MGC, MGT, MICRO, MIDA, MITSIB, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MPIC, MTW, MUD, MVP, NATION, NC, NCH, NCL, NDR, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NNCL, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, OISHI, ONEE, PACE, PACO, PAF, PCC, PEACE, PERM, PF, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PLUS, PMTA, POLAR, POLY, POMPUL, PORT, POST, PPM, PQS, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROEN, PROUD, PSG, PTC, PTL, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCI, SCD, SE, SEAFCO, SECURE, SENX, SFP, SFT, SGC, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SJWAD, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SM, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SSC, SSS, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAPAC, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPOLY, TPS, TQM, TQR, TR, TRC, TRITN, TRUBB, TRV, TSE, TSF, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQU, UP, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, XPG, YGG, YONG

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of April 17, 2023) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.