

# บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์

บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)

# BTS

Bloomberg BTS TB  
Reuters BTS.BK



หลักทรัพย์อินโนเวสต์ เอช

## ยังคงมองหาจุดต่ำสุด

แม้ราคาหุ้น BTS ปรับตัวลดลงมาแล้ว 22.8% YTD แต่เรายังคงคำแนะนำ NEUTRAL โดยปรับราคาเป้าหมายลดลงสู่ 9.6 บาท (จาก 11.2 บาท) เพื่อสะท้อนการปรับประมาณการผลประกอบการลดลงและมูลค่าเงินลงทุนใน VGI และ RABBIT ที่ลดลง เรามองว่าราคาหุ้น BTS ยังขาดปัจจัยกระตุ้น เนื่องจากกำไรปกติยังไม่ถึงจุดต่ำสุด ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 6 บาท/หุ้น หากตัดมูลค่าการต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้ายาสีเขียวออกไป ทั้งนี้การที่ กทม. จะจ่ายหนี้สัญญา E&M อาจทำให้สมมติฐานการต่อสัมปทานของเราใช้ไม่ได้อีกต่อไป เนื่องจากมีแนวโน้มที่จะต้องมีการเจรจาสัญญากันใหม่

**สรุปผลประกอบการ 3QFY67** BTS รายงานขาดทุนสุทธิ 4.8 พันลบ. ใน 3QFY67 (ต.ค.-ธ.ค. 2566) เทียบกับกำไรสุทธิ 257 ลบ. ใน 2QFY67 และกำไรสุทธิ 1 พันลบ. ใน 3QFY66 โดยใน 3QFY67 BTS บันทึกรายการพิเศษหลายรายการด้วยกัน โดยรายการที่สำคัญ คือ ขาดทุนจากการด้อยค่าของเงินลงทุนใน KEX และ SINGER หากตัดรายการเหล่านี้ออกไป กำไรปกติอยู่ที่ 144 ลบ. เพิ่มขึ้น 335.7% QoQ แต่ลดลง 87.7% YoY กำไรปกติที่เติบโต QoQ ได้แรงหนุนจากธุรกิจสื่อโฆษณาที่ปรับตัวดีขึ้น ในขณะที่กำไรปกติที่ลดลง YoY เกิดจากต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับรถไฟฟ้ายาสีเขียว

**มุมมองเป็นกลางจากการประชุมนักวิเคราะห์** BTS จัดการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ ผู้บริหารกล่าวว่าบริษัทกำลังอยู่ในระหว่างการพิจารณาว่าจะขายหุ้น KEX ผ่านการทำ tender offer หรือไม่ บริษัทจะทำการตัดสินใจครั้งสุดท้ายในเดือนมี.ค. โดยมีเหตุผลหลักๆ คือ เพื่อไม่ให้ KEX เป็นตัวถ่วงงบกำไรขาดทุนของบริษัทต่อไปหลังจากนี้ ดังนั้นเราคาดว่า จะเห็นการขายหุ้น KEX ออกไปบางส่วน เนื่องจากต้นทุนหุ้น KEX หลังบันทึกขาดทุนจากการด้อยค่าอยู่ที่ 5.5 บาท/หุ้น ทำให้ในกรณีที่ BTS ตัดสินใจขายหุ้น KEX ออกไปจริงจะไม่เห็นการบันทึกกำไรพิเศษจากการขาย นอกจากนี้ BTS ยังชี้แจงว่าหนี้ที่ กทม. เตรียมที่จะจ่ายค่า E&M กว่า 2.3 หมื่นลบ. รวมถึงเงินอุดหนุนสายสีชมพูและเหลืองที่ได้จากรัฐบาลนั้น บริษัทจะไม่มีการบันทึกเงินส่วนนี้เข้าไปถึงงบกำไรขาดทุน สำหรับจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า BTS นั้น บริษัทคาดว่า จะเพิ่มขึ้นถึงระดับก่อนเกิด COVID ในปี 2568 สอดคล้องกับที่คาดการณ์

**คาดการณ์กำไรปกติ 4QFY67 ลดลง QoQ** แม้กำไรสุทธิน่าจะปรับตัวดีขึ้น QoQ แต่เราเชื่อว่ากำไรปกติยังไม่น่าถึงจุดต่ำสุด โดยใน 4QFY67 เราคาดว่าต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับรถไฟฟ้ายาสีชมพูจะสร้างแรงกดดันต่อการดำเนินงานปกติ เนื่องจากรถไฟฟ้ายาสีชมพูเปิดให้บริการอย่างเป็นทางการเมื่อต้นเดือนมี.ค.

**ปรับสมมติฐานของเรา** เนื่องจากขาดทุนสุทธิใน 9MFY67 อยู่ที่ 5.3 พันลบ. เทียบกับกำไร 693 ลบ. ที่เราคาดการณ์ไว้สำหรับปี FY 2567 ก่อนหน้านี้ เราจึงปรับประมาณการปี FY2567 ลดลงสู่ขาดทุน 5.5 พันลบ. เพื่อสะท้อนขาดทุนจากการด้อยค่าและจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองที่ต่ำกว่าคาด ก่อนหน้านี้เราคาดการณ์จำนวนผู้โดยสารของทั้งสองสายที่ 75,000 เทียบคนต่อวัน แต่จำนวนผู้โดยสารเฉลี่ย YTD สำหรับสายสีชมพูอยู่ที่ 50,000 เทียบคนต่อวัน และสายสีเหลืองอยู่ที่ 35,000 เทียบคนต่อวัน ดังนั้นเราจึงปรับสมมติฐานของเรารอดลงให้สอดคล้องกับตัวเลขเหล่านี้ เราคาดว่าผลประกอบการปี FY2568 จะพลิกกลับมาทำกำไรได้ที่ 252 ลบ. เนื่องจากไม่มีการขาดทุนจาก KEX และธุรกิจหลักปรับตัวดีขึ้น

**ปัจจัยเสี่ยงและความกังวล** ประเด็น overhang เกี่ยวกับการต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้ายาสีเขียวและการชำระหนี้งาน O&M จาก กทม. ความเสี่ยงด้าน ESG สำหรับ BTS คือ ความน่าเชื่อถือในการให้บริการ

### Forecasts and valuation

Year to 31 Mar	Unit	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Revenue	(Btmn)	26,056	18,311	18,877	17,485	19,238
EBITDA	(Btmn)	8,383	7,992	7,527	7,066	6,694
Core profit	(Btmn)	2,892	1,952	(756)	252	329
Reported profit	(Btmn)	3,826	1,836	(5,490)	252	329
Core EPS	(Bt)	0.22	0.15	(0.06)	0.02	0.02
DPS	(Bt)	0.31	0.31	0.00	0.03	0.04
P/E, core	(x)	25.5	37.8	na.	292.6	224.1
EPS growth, core	(%)	169.6	(32.5)	na.	(133.3)	30.6
P/BV, core	(x)	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
ROE	(%)	3.6	2.3	na.	0.4	0.5
Dividend yield	(%)	5.5	5.5	0.0	0.5	0.7
FCF yield	(x)	(51.5)	(12.8)	10.8	(6.0)	0.4
EV/EBIT	(x)	26.9	31.0	32.4	35.7	38.2
EBIT growth, core	(%)	(5.6)	(6.5)	na.	(7.3)	(6.5)
EV/CE	(x)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
ROCE	(%)	1.3	0.5	na.	0.1	0.5
EV/EBITDA	(x)	24.1	27.3	28.2	30.7	32.4
EBITDA growth	(%)	(4.4)	(4.7)	(5.8)	(6.1)	(5.3)

Source: InnovestX Research

ดูข้อมูลสถิติในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

## Tactical: NEUTRAL

(3-month)

Stock data	
Last close (Feb 19) (Bt)	5.60
Target price (Bt)	9.60
Mkt cap (Btbn)	73.74
Mkt cap (US\$m)	2,049
Beta	L
Mkt cap (%) SET	0.43
Sector % SET	8.04
Shares issued (mn)	13,168
Par value (Bt)	4.00
12-m high / low (Bt)	8.3 / 5.4
Avg. daily 6m (US\$m)	5.11
Foreign limit / actual (%)	49 / 16
Free float (%)	59.3
Dividend policy (%)	≥ 50

Share performance			
(%)	1M	3M	12M
Absolute	(17.6)	(22.2)	(30.9)
Relative to SET	(17.9)	(20.4)	(17.4)

Source: SET, InnovestX Research

### 2023 Sustainability/2022 ESG Score

SET ESG Ratings AA

### ESG Bloomberg Rank in the sector

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

### ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

BTS มีคะแนน ESG สูงสุดในกลุ่มอุตสาหกรรม และยังมีความเสี่ยงสูงที่สุดในแต่ละด้านอีกด้วย (สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล)

Source: Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

กัตติสร พุกดิภัทร, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

kittisorn.pruitipat@scb.co.th

**จุดเด่น**

BTS เป็นผู้นำด้านการพัฒนาและดำเนินงานระบบรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนในประเทศไทย บริษัทได้รับสัมปทานรถไฟฟ้าสายสีเขียวหลัก ซึ่งพาดผ่านพื้นที่ที่ได้รับความนิยมในการเดินทางหลายพื้นที่ด้วยกันในกรุงเทพฯ BTS ได้ขยายสิทธิการได้รับรายได้ค่าโดยสารสุทธิให้กับ BTS GIF ซึ่งบริษัทถือหน่วยลงทุนอยู่ 33% นอกจากนี้ BTS ยังเป็นผู้นำในธุรกิจสื่อนอกบ้าน (Out-of-Home) ในประเทศไทยผ่านการลงทุนใน VGI (ถือหุ้น 51%) ซึ่งขยายเครือข่ายสื่อโฆษณาไปทั่วภูมิภาคอาเซียน BTS ยังมีธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ภายใต้ ยู ซิตี้ (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 อย่างไรก็ตาม แนวโน้มในระยะสั้นมีความท้าทายหลังจากเกิดเหตุการณ์สองเหตุการณ์กับรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองที่เพิ่งเปิดให้บริการ ซึ่งจะทำให้โมเมนตัมการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารชะลอตัวลง และการถึงจุดคุ้มทุนใช้ระยะเวลานานขึ้น

Bullish views	Bearish views
1. การต่อสัมปทานรถไฟฟ้าสายสีเขียวจะได้ข้อสรุปในระยะเวลาอันใกล้	1. แนวโน้มผลประกอบการในสองไตรมาสข้างหน้าอ่อนแอ
2. กทม. ชำระหนี้ให้กับ BTS ซึ่งจะช่วยเหลือหุ้นของบริษัปรับตัวดีขึ้น	2. upside ระยะสั้นมีจำกัด เนื่องจากราคาหุ้นปัจจุบันอยู่ที่ระดับเหมาะสมแล้วโดยไม่รวม upside จากการต่อสัมปทาน

**ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ**

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
พัฒนาการล่าสุด	ศาลสั่งให้ กทม. ชำระหนี้ให้กับ BTS	กลาง	ประมาณการของเราใช้สมมติฐานไว้แล้วที่สุดในที่สุด กทม. จะชำระหนี้ให้กับ BTS นอกจากนี้ กทม. ก็ยื่นอุทธรณ์คดีนี้ต่อศาลแล้ว
แนวโน้มผลประกอบการระยะสั้น	โมเมนตัมผลประกอบการ 4QFY67	อ่อนแอลง QoQ และ YoY	คาดกำไรปกติอ่อนแอลง QoQ และ YoY โดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับรถไฟฟ้าสายสีชมพูที่สูงขึ้น
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี FY2567	จำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลือง	บวก/ลบ	อาจเป็นบวกหรือลบ โดยขึ้นอยู่กับโมเมนตัมการเติบโตของจำนวนผู้โดยสาร

**การวิเคราะห์ความอ่อนไหว**

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

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

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

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

Bloomberg ESG Score	68.95 (2022)	CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings	
Rank in Sector	1/27	BTS	5	No	Yes	AA

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

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

- บีทีเอส กรุ๊ป ได้ทบทวนและปรับปรุงนโยบายการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมที่มีผลบังคับใช้กับบริษัทย่อยและบริษัทร่วมของบริษัททั้งหมด
- นโยบายการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมได้กำหนดแนวทางในการดำเนินธุรกิจของกลุ่มบริษัทให้มีการคำนึงถึงแนวปฏิบัติที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อมในด้านต่างๆ
- นโยบายการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ครอบคลุมถึงการปฏิบัติงานของพนักงาน คู่ค้าและผู้รับเหมา รวมทั้งผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้อง

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

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

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาล (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>64.99</b>	<b>68.95</b>
<b>Environment</b>	<b>55.78</b>	<b>57.51</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1	3.59	3.50
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Total Energy Consumption	157.14	160.08
<b>Social</b>	<b>51.75</b>	<b>61.91</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 สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการนำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดขึ้นจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับข้อมูลเปิดเผยของแต่ละบริษัท

## 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	18,877	17,485	19,238
Cost of goods sold	(Btmn)	(39,498)	(29,566)	(28,674)	(20,267)	(12,311)	(13,346)	(10,918)	(11,712)
<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>5,531</b>	<b>6,567</b>	<b>7,527</b>
SG&A	(Btmn)	(2,535)	(3,160)	(2,597)	(2,622)	(4,139)	(5,056)	(6,320)	(6,446)
Other income	(Btmn)	2,430	3,276	4,099	4,345	5,164	6,078	5,826	4,598
Interest expense	(Btmn)	(1,642)	(2,245)	(2,509)	(3,220)	(3,818)	(6,000)	(7,500)	(7,250)
<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>553</b>	<b>(1,428)</b>	<b>(1,571)</b>
Corporate tax	(Btmn)	(773)	(1,478)	(1,927)	(1,214)	(1,539)	(1,107)	286	314
Equity a/c profits	(Btmn)	552	2,071	(1,664)	(131)	350	(2,203)	1,174	1,364
Minority interests	(Btmn)	(530)	336	(783)	(55)	214	2,000	220	222
<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>(756)</b>	<b>252</b>	<b>329</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	328	3,522	3,504	934	(115)	(4,734)	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>(5,490)</b>	<b>252</b>	<b>329</b>
EBITDA	(Btmn)	5,731	6,926	8,767	8,383	7,992	7,527	7,066	6,694
<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>(0.06)</b>	<b>0.02</b>	<b>0.02</b>
Net EPS	(Bt)	0.24	0.62	0.35	0.29	0.14	(0.42)	0.02	0.02
DPS	(Bt)	0.42	0.48	0.31	0.31	0.31	0.00	0.03	0.04

### 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	29,936	29,979	31,454
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>259,001</b>	<b>254,067</b>	<b>250,581</b>
Total loans	(Btmn)	53,418	75,798	99,483	132,307	154,488	150,000	150,000	145,000
Total current liabilities	(Btmn)	41,612	32,915	32,270	47,524	40,835	51,428	46,536	48,268
Total long-term liabilities	(Btmn)	50,477	72,940	103,768	122,215	148,769	135,848	135,957	131,066
<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>187,276</b>	<b>182,492</b>	<b>179,334</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>71,725</b>	<b>71,574</b>	<b>71,247</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>3.68</b>	<b>3.69</b>	<b>3.68</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	(756)	252	329
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	(14,208)	(8,250)	(2,836)
Investing cash flow	(Btmn)	(39,044)	(23,140)	(39,306)	(34,738)	(16,540)	22,162	3,860	3,164
Financing cash flow	(Btmn)	24,743	31,011	27,122	38,216	15,603	(6,595)	(183)	(5,434)
<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>1,359</b>	<b>(4,573)</b>	<b>(5,106)</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	29.3	37.6	39.1
Operating margin	(%)	5.6	7.6	11.0	12.2	10.2	2.5	1.4	5.6
EBITDA margin	(%)	12.9	19.6	25.0	32.2	43.6	39.9	40.4	34.8
EBIT margin	(%)	11.1	16.8	22.6	28.8	38.4	34.7	34.7	29.5
Net profit margin	(%)	6.5	23.1	13.0	14.7	10.0	(29.1)	1.4	1.7
ROE	(%)	5.5	12.1	6.0	4.4	2.3	(7.7)	0.4	0.5
ROA	(%)	2.0	2.9	0.6	1.2	0.8	(0.3)	0.1	0.1
Net D/E	(x)	0.9	1.1	1.3	1.5	1.8	1.9	2.0	2.0
Interest coverage	(x)	3.5	3.1	3.5	2.6	2.1	1.3	0.9	0.9
Debt service coverage	(x)	0.5	0.6	0.8	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
Payout Ratio	(%)	173.2	77.4	89.2	106.7	222.3	0.0	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	6,679	7,347	7,935

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY March 31	Unit	4QFY22	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24
Total revenue	(Btmn)	4,729	4,003	4,580	4,721	5,007	5,159	3,981	5,148
Cost of goods sold	(Btmn)	(3,358)	(2,632)	(3,093)	(3,234)	(3,352)	(3,721)	(2,665)	(3,699)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,371</b>	<b>1,371</b>	<b>1,487</b>	<b>1,487</b>	<b>1,655</b>	<b>1,438</b>	<b>1,316</b>	<b>1,449</b>
SG&A	(Btmn)	(555)	(793)	(874)	(1,218)	(1,253)	(997)	(1,098)	(1,336)
Other income	(Btmn)	1,378	856	955	1,624	1,729	1,503	1,519	1,724
Interest expense	(Btmn)	(795)	(884)	(936)	(1,032)	(965)	(1,185)	(1,459)	(1,581)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,398</b>	<b>549</b>	<b>632</b>	<b>861</b>	<b>1,166</b>	<b>758</b>	<b>277</b>	<b>256</b>
Corporate tax	(Btmn)	(285)	(392)	(301)	(468)	(377)	(533)	(478)	(453)
Equity a/c profits	(Btmn)	(187)	213	(116)	444	(190)	(964)	(50)	(980)
Minority interests	(Btmn)	27	(8)	3	26	193	172	(43)	1,494
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>588</b>	<b>464</b>	<b>360</b>	<b>1,166</b>	<b>(38)</b>	<b>(127)</b>	<b>33</b>	<b>144</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	224	72	114	(118)	(184)	(645)	224	(4,905)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>812</b>	<b>536</b>	<b>474</b>	<b>1,048</b>	<b>(222)</b>	<b>(772)</b>	<b>257</b>	<b>(4,761)</b>
EBITDA	(Btmn)	1,474	1,811	1,621	2,181	1,412	2,321	1,790	2,126
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>	<b>0.09</b>	<b>(0.00)</b>	<b>(0.01)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.01</b>
Net EPS	(Bt)	0.06	0.04	0.04	0.08	(0.02)	(0.06)	0.02	(0.36)

### Balance Sheet

FY March 31	Unit	4QFY22	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24
Total current assets	(Btmn)	23,153	15,058	14,418	30,520	22,707	20,958	23,181	48,167
Total fixed assets	(Btmn)	13,993	14,423	14,588	15,321	13,724	14,574	15,563	16,360
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>255,867</b>	<b>253,804</b>	<b>257,742</b>	<b>274,406</b>	<b>270,926</b>	<b>272,553</b>	<b>275,938</b>	<b>273,550</b>
Total loans	(Btmn)	132,307	132,865	136,064	155,507	154,488	161,311	165,754	173,864
Total current liabilities	(Btmn)	47,524	33,112	39,547	41,396	40,835	47,318	53,302	52,243
Total long-term liabilities	(Btmn)	122,215	132,501	131,112	145,988	148,769	148,077	146,282	153,985
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>169,739</b>	<b>165,613</b>	<b>170,659</b>	<b>187,385</b>	<b>189,604</b>	<b>195,396</b>	<b>199,584</b>	<b>206,228</b>
Paid-up capital	(Btmn)	63,050	63,081	63,081	63,081	63,081	63,081	63,081	63,081
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>86,128</b>	<b>88,191</b>	<b>87,083</b>	<b>87,021</b>	<b>81,322</b>	<b>77,157</b>	<b>76,354</b>	<b>67,322</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>4.72</b>	<b>4.77</b>	<b>4.66</b>	<b>4.68</b>	<b>4.26</b>	<b>4.12</b>	<b>4.06</b>	<b>3.57</b>

### Cash Flow Statement

FY March 31	Unit	4QFY22	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24
Core Profit	(Btmn)	588	464	360	1,166	(38)	(127)	33	144
Depreciation and amortization	(Btmn)	177	224	244	258	241	247	291	329
Operating cash flow	(Btmn)	(13,201)	6,884	(23,585)	29,902	(13,201)	6,884	(23,585)	29,902
Investing cash flow	(Btmn)	12,869	12,315	22,804	(36,028)	7,106	2,095	26,919	(42,767)
Financing cash flow	(Btmn)	557	(12,884)	(2,015)	14,343	557	(12,884)	(2,015)	14,343
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>225</b>	<b>6,315</b>	<b>(2,796)</b>	<b>8,217</b>	<b>(5,539)</b>	<b>(3,905)</b>	<b>1,319</b>	<b>1,478</b>

### Key Financial Ratios

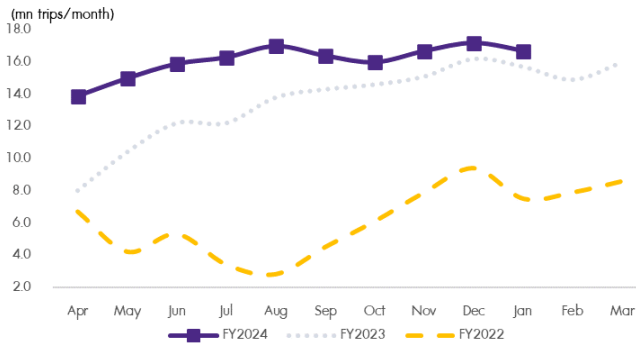
FY March 31	Unit	4QFY22	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24
Gross margin	(%)	29.0	34.3	32.5	31.5	33.0	27.9	33.1	28.1
Operating margin	(%)	17.3	14.4	13.4	5.7	8.0	8.5	5.5	2.2
EBITDA margin	(%)	31.2	45.2	35.4	46.2	28.2	45.0	45.0	41.3
EBIT margin	(%)	27.4	39.6	30.1	40.7	23.4	40.2	37.7	34.9
Net profit margin	(%)	17.2	13.4	10.3	22.2	(4.4)	(15.0)	6.4	(92.5)
ROE	(%)	2.9	2.3	1.8	5.6	(0.2)	(0.6)	0.2	0.7
ROA	(%)	1.0	0.8	0.6	1.8	(0.1)	(0.2)	0.0	0.2
Net D/E	(x)	1.5	1.4	1.5	1.6	1.8	2.0	2.1	2.4
Interest coverage	(x)	1.9	2.0	1.7	2.1	1.5	2.0	1.2	1.3
Debt service coverage	(x)	0.2	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2

### Main Assumptions

FY March 31	Unit	4QFY22	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	7.0	46.0	98.0	102.0	144.0	144.0	182.0	192.0
O&M revenue	(Btmn)	1,657	1,662	1,662	1,662	1,848	1,733	1,744	1,766
Media revenue	(Btmn)	354	727	1,284	1,009	608	948	937	1,163

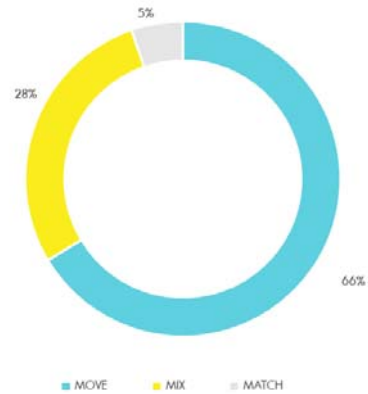
Appendix

Figure 1: Ridership for Core Green line



Source: InnovestX Research, BTS/GIF

Figure 2: BTS revenue breakdown by business



Source: Company data, InnovestX Research

Figure 3: SOTP valuation

	% stake	Value (Btmn)	Per share (Bt)	Comment
<b>Mass transit</b>				
O&M for Green line core network	100	20,183	1.5	During 2029-2042
O&M for Green line extension Zone 1	100	10,097	0.8	
O&M for Green line extension Zone 2	100	26,821	2.0	
Pink line	75	16,814	1.3	
Yellow line	75	10,480	0.8	
O&M for Gold line Phase 1	100	1,906	0.1	
U-Tapao	35	9,230	0.7	
Two motorways projects	40	3,956	0.3	
<b>Total mass transit</b>		<b>99,488</b>	<b>7.5</b>	
<b>Investment</b>				
BTS/GIF	33	10,505	0.8	Based on our TP of Bt5.5/sh.
VGI	60	10,836	0.8	Market price
RABBIT	35-48	3,130	0.2	Market price
TNL	42	4,212	0.3	
<b>Total investment</b>		<b>31,831</b>	<b>2.4</b>	
Less: net debt		49,349	3.7	
<b>Grand total</b>		<b>78,823</b>		
<b>No. of shares</b>		<b>13,186</b>		
<b>TP per share (Bt)</b>		<b>6.0</b>		TP without concession extension on Green line
<b>Potential upside</b>				
Concession extension on Green line	100	46,192	3.6	
<b>TP per share (Bt)</b>		<b>9.6</b>		TP with concession extension on Green line

Source: InnovestX Research, BTS, VGI, RABBIT, TNL

Figure 4: Valuation summary (price as of Feb 19, 2024)

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	2,403	9.5	9.5	8.2	154.6	0.0	16.3	0.4	0.4	0.4	5.8	5.8	6.5	4.1	4.1	4.8	5.8	5.8	5.4
MTR Corp Ltd	Hong Kong	20,556	22.0	22.0	8.7	(26.0)	0.0	153.1	0.9	0.9	0.8	5.1	5.1	5.2	4.0	4.0	9.7	12.9	12.9	7.5
East Japan Railway Co	Japan	21,199	43.1	23.1	17.2	43.0	86.8	34.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.4	1.7	2.8	5.2	6.7	15.4	12.3	10.7
West Japan Railway Co	Japan	9,981	20.5	18.2	15.7	105.7	13.0	16.0	1.5	1.4	1.3	1.7	1.9	2.2	6.5	7.7	8.6	13.1	10.2	9.0
Bangkok Expressway & Metro PCL	Thailand	3,207	34.5	34.5	29.8	35.0	0.0	15.7	3.0	3.0	2.8	1.7	1.7	1.9	8.9	8.9	10.0	21.7	21.7	19.9
BTS Group Holdings PCL	Thailand	2,521	39.0	55.3	63.8	(1.6)	(29.4)	(13.4)	1.5	1.5	1.5	3.6	3.2	3.0	3.7	1.6	2.0	60.4	48.9	43.9
<b>Average</b>			<b>28.1</b>	<b>27.1</b>	<b>23.9</b>	<b>51.8</b>	<b>11.7</b>	<b>37.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>	<b>5.0</b>	<b>5.3</b>	<b>7.0</b>	<b>21.5</b>	<b>18.6</b>	<b>16.1</b>

Source: Bloomberg Finance L.P.

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระดับ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลยพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทฯ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมีบริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท เอสซีบี เคบีเคเอส 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 ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อถือถือการซื้อข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาความถูกต้องในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ 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 ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อถือถือการซื้อข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาความถูกต้องในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ 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 ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อถือถือการซื้อข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาความถูกต้องในการตัดสินใจลงทุน 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

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

©สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2023 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

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

**Companies with Very Good CG Scoring**

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

**Companies with Good CG Scoring**

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

**Corporate Governance Report**

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

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

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

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

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

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

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้ผ่านการรับรอง)**

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

**Declared (ได้ประกาศเจตนา)**

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

**N/A**

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

**Explanations**

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