

# กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานระบบ ขนส่งมวลชนทางราง บีทีเอสโกรท

## BTSGIF

กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน  
ระบบขนส่งมวลชนทางราง บีทีเอสโกรท

Bloomberg BTSGIF TB  
Reuters BTSGIF.BK



## 4QFY67: ได้รับผลกระทบจากขาดทุนจากการประเมินมูลค่าเงินลงทุน

เรายังคงคำแนะนำ tactical call สำหรับ BTSGIF ไว้ที่ NEUTRAL โดยปรับราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DDM ใหม่เป็น 4.5 บาท จาก 5.5 บาท (WACC 5.9% และไม่มี terminal value) เราปรับราคาเป้าหมายลดลงเพื่อสะท้อนการปรับประมาณการกำไรลดลงและการปรับพื้นฐานในการประเมินราคาเป้าหมายเป็นปี FY2568 เนื่องจากสัมปทานรถไฟฟ้ายาสีเขียวหลักจะสิ้นสุดในเดือนธ.ค. 2572 การปรับพื้นฐานที่ใช้ประเมินราคาเป้าหมายจึงส่งผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย เราเชื่อว่าราคาหน่วยลงทุน BTSGIF จะมี upside จำกัดในระยะสั้น เนื่องจากกองทุนยังคงจ่ายเงินคืนให้กับผู้ถือหน่วยลงทุนในรูปแบบของการลดทุนแทนที่จะเป็นเงินปันผล อีกทั้งยังมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับกำหนดเวลาในการปรับลดอัตราดอกเบี้ย และสภาพของกระแสเงินสดหลังจากเดือนธ.ค. 2572 ยังขาดความชัดเจน

**ผลประกอบการ 4QFY67 ได้รับผลกระทบจากขาดทุนจากการประเมินมูลค่าเงินลงทุน** BTSGIF รายงานขาดทุนสุทธิใน 4QFY67 (ม.ค.-มี.ค. 2567) ที่ 5.7 พันลบ. เทียบกับกำไรสุทธิ 52 ลบ. ใน 3QFY67 และกำไรสุทธิ 1.9 พันลบ. ใน 4QFY66 โดยใน 4QFY67 กองทุนรับรู้ขาดทุนจากเงินลงทุนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงจำนวน 6.7 พันลบ. (รายการที่ไม่ใช่เงินสด) ซึ่งหลักๆ เกิดจากการปรับเปลี่ยนสมมติฐานจำนวนผู้โดยสาร ภายใต้สมมติฐานใหม่ ปัจจุบัน NAV อยู่ที่ 5.2 บาท/หน่วย หากหักรายการที่ไม่ใช่เงินสดออกไป กำไรปกติอยู่ที่ 1.2 พันลบ. ลดลง 5.6% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 11.2% YoY กำไรปกติปี FY2567 อยู่ที่ 4.7 พันลบ. เพิ่มขึ้น 36.7% YoY BTSGIF ประกาศลดทุน 0.18 บาท/หน่วย (อัตราผลตอบแทน 5.1%) ขึ้นเครื่องหมาย XN วันที่ 10 มิ.ย.

### รายการที่สำคัญ:

**1) รายได้ค่าโดยสาร** อยู่ที่ 1.7 พันลบ. ลดลง 1.8% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 4.9% YoY โดยเกิดจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น 0.2% QoQ และ 7.2% YoY อย่างไรก็ตาม ค่าโดยสารเฉลี่ยอยู่ที่ 33.4 บาท/เที่ยว ลดลง 2% QoQ และ 2.2% YoY จากผลกระทบของการจัดโปรโมชันค่าโดยสาร

**2) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและค่าซ่อมบำรุง** อยู่ที่ 485.8 ลบ. เพิ่มขึ้น 7.7% QoQ แต่ลดลง 7.2% YoY การปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ หลักๆ เกิดจากค่าซ่อมบำรุงที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่การปรับตัวลดลง YoY เกิดจากค่าใช้จ่ายในการขายที่ลดลง

**แนวโน้มผลประกอบการ 1QFY68 (ม.ย.-มิ.ย. 2567)** เราคาดว่า BTSGIF จะรายงานกำไรปกติในระดับทรงตัว QoQ เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารมีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ ซึ่งเป็นผลมาจากการมีวันหยุดยาวในเดือนเม.ย. อย่างไรก็ตาม กำไรปกติน่าจะยังคงเพิ่มขึ้น YoY จากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้จำนวนผู้โดยสารในเดือนเม.ย. อยู่ที่ 15.3 ล้านเที่ยวคน ลดลง 8.8% MoM แต่เพิ่มขึ้น 10.2% YoY

**ปรับสมมติฐานปี FY2568 ลดลง** เราปรับประมาณการกำไรปกติปี FY2568 ลดลง 25% สู่ 4.5 พันลบ. (ลดลง 3.1% YoY) เพื่อสะท้อนค่าซ่อมบำรุงที่สูงกว่าคาด BTSGIF วางแผนปรับปรุงขบวนรถไฟฟ้ายาสีเขียวในปี FY2568 (ม.ย. 2567-มี.ค. 2568) ซึ่งส่งผลทำให้เราปรับประมาณการค่าซ่อมบำรุงเพิ่มขึ้น 37.3% สู่ 1.3 พันลบ. นอกจากนี้ เรายังปรับประมาณการจำนวนผู้โดยสารลดลง 9.9% สู่ 220 ล้านเที่ยวคนในปี FY2568 เพื่อสะท้อนจำนวนผู้โดยสารที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาด ในปี FY2567 (ม.ย. 2566-มี.ค. 2567) BTSGIF รายงานจำนวนผู้โดยสาร 194 ล้านเที่ยวคน (+18.7% YoY) เทียบกับประมาณการของเราที่ 212 ล้านเที่ยวคน

**ปัจจัยเสี่ยงและความกังวล** ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับแนวโน้มรายได้ในระยะยาวของ BTSGIF เนื่องจากสัญญาสัมปทานฉบับปัจจุบันจะสิ้นสุดในเดือนธ.ค. 2572 ความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญสำหรับ BTSGIF คือความน่าเชื่อถือในการให้บริการ

### Forecasts and valuation

| Year to 31 Mar   | Unit   | FY2023 | FY2024  | FY2025F | FY2026F | FY2027F |
|------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue          | (Btmn) | 3,455  | 4,689   | 4,550   | 5,832   | 5,945   |
| EBITDA           | (Btmn) | 3,404  | 4,634   | 4,499   | 5,780   | 5,893   |
| Core profit      | (Btmn) | 3,400  | 4,648   | 4,507   | 5,801   | 5,920   |
| Reported profit  | (Btmn) | 3,290  | (5,112) | 322     | 513     | (239)   |
| Core EPS         | (Bt)   | 0.59   | 0.80    | 0.78    | 1.00    | 1.02    |
| DPS              | (Bt)   | 0.58   | 0.80    | 0.77    | 0.99    | 1.01    |
| P/E, core        | (x)    | 6.1    | 4.4     | 4.6     | 3.6     | 3.5     |
| EPS growth, core | (%)    | 288.5  | 36.7    | (3.1)   | 28.7    | 2.1     |
| P/BV, core       | (x)    | 0.5    | 0.7     | 0.8     | 1.0     | 1.4     |
| ROE              | (%)    | 8.6    | 13.2    | 15.9    | 24.6    | 33.2    |
| Dividend yield   | (%)    | 16.3   | 22.3    | 21.7    | 27.9    | 28.4    |
| EV/EBITDA        | (x)    | 6.0    | 4.4     | 4.6     | 3.5     | 3.5     |
| EBITDA growth    | (%)    | 286.4  | 36.1    | (2.9)   | 28.5    | 2.0     |

Source: InnovestX Research

## Tactical: NEUTRAL (3-month)

### Stock data

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| Last close (May 29) (Bt) | 3.56  |
| Target price (Bt)        | 4.50  |
| Mkt cap (Btbn)           | 20.61 |
| Mkt cap (US\$m)          | 560   |

|                       |           |
|-----------------------|-----------|
| Beta                  | L         |
| Mkt cap (%) SET       | 0.12      |
| Sector % SET          | 1.63      |
| Shares issued (mn)    | 5,788     |
| Par value (Bt)        | 8         |
| 12-m high / low (Bt)  | 3.8 / 3.3 |
| Avg. daily 6m (US\$m) | 0.38      |
| Dividend policy (%)   | n.a.      |

### Share performance

| (%)             | 1M  | 3M    | 12M   |
|-----------------|-----|-------|-------|
| Absolute        | 0.0 | (1.1) | (4.3) |
| Relative to SET | 1.3 | 0.2   | 8.8   |

Source: SET, InnovestX Research

### 2023 Sustainability/2022 ESG Score

|                 |    |
|-----------------|----|
| SET ESG Ratings | No |
|-----------------|----|

### ESG Bloomberg Rank in the sector

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| ESG Score Rank           | na. |
| Environmental Score Rank | na. |
| Social Score Rank        | na. |
| Governance Score Rank    | na. |

### ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

BTSGIF ได้เข้าลงทุนในโครงการรถไฟฟ้า BTS สายสีเขียวซึ่งมีมลพิษต่ำ

Source: Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### กิตติส พุทธิภัท, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

kittisorn.pruitipat@scb.co.th

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

BTS GIF ได้เข้าลงทุนในธุรกิจรถไฟฟ้าที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม ดังนั้นจึงไม่มีประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมสำหรับกองทุน อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญสำหรับ BTS GIF คือ ความน่าเชื่อถือในการให้บริการ

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

| Bloomberg ESG Score | n.a. | CG Rating | DJSI | SETESG | SET ESG Ratings |
|---------------------|------|-----------|------|--------|-----------------|
| Rank in Sector      | n.a. | BTS GIF   | -    | No     | No              |

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

- ดำเนินการและพัฒนาระบบการจัดการพลังงานอย่างเหมาะสม โดยกำหนดให้การอนุรักษ์พลังงานเป็นส่วนหนึ่งของการดำเนินงานของบีทีเอสซี และต้องสอดคล้องกับกฎหมายและข้อกำหนดอื่นที่เกี่ยวข้องและไม่ส่งผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจของบีทีเอสซี
- ดูแลและปรับปรุงการใช้พลังงานของบีทีเอสซีอย่างต่อเนื่องเพื่อให้มั่นใจว่าการใช้พลังงานในการดำเนินธุรกิจของบีทีเอสซีเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ
- ผู้บริหารและคณะทำงานด้านการจัดการพลังงานจะทบทวนและปรับปรุงนโยบาย เป้าหมาย และแผนการดำเนินการด้านพลังงานทุกปี

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

- บีทีเอสซีเล็งเห็นถึงความสำคัญกับบุคลากรซึ่งเป็นทรัพยากรที่มีค่ามากที่สุด และได้กำหนดนโยบายการบริหารค่าตอบแทนพนักงานอย่างเหมาะสม รวมถึงมีการปรับปรุงสวัสดิการให้ครอบคลุมในด้านต่างๆ อย่างต่อเนื่อง
- บีทีเอสซีได้ตระหนักและเห็นถึงความสำคัญต่อปัญหาที่กลุ่มผู้ปกครองที่มีลูกพิการรุนแรงต้องประสบปัญหาในการดูแลเด็กพิการ บีทีเอสซีจึงให้การสนับสนุนชมรมผู้ปกครองเด็กพิการอย่างต่อเนื่อง
- บีทีเอสซียังได้สนับสนุนให้ผู้ให้บริการทุกกลุ่มสามารถเข้าถึงการให้บริการของรถไฟฟ้าบีทีเอสได้อย่างเท่าเทียมกัน ไม่ว่าจะเป็นกลุ่มผู้สูงอายุหรือกลุ่มคนพิการ โดยบีทีเอสซีได้อำนวยความสะดวกให้แก่ผู้พิการในการใช้บริการรถไฟฟ้าบีทีเอส ด้วยการติดตั้งอุปกรณ์อำนวยความสะดวกเพื่อสนับสนุนให้ผู้พิการสามารถเข้าใช้บริการที่สถานีรถไฟฟ้าได้เหมือนกับผู้ใช้บริการปกติในทุกสถานี เช่น การติดตั้งลิฟท์เพิ่ม

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล (G)**

- บริษัทจัดการมีนโยบายในการบริหารและจัดการกองทุนด้วยความรับผิดชอบ ความระมัดระวัง และความซื่อสัตย์สุจริต เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุน ตลอดจนบริหารและจัดการกองทุนให้เป็นไปตามโครงการจัดการกองทุน
- บริษัทจัดการได้จัดให้มีคณะกรรมการที่ปรึกษาการลงทุนของกองทุน เพื่อให้คำปรึกษา คำแนะนำแก่บริษัทจัดการเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ การโครงสร้างพื้นฐาน
- บริษัทจัดการมีนโยบายกำหนดห้ามมิให้ผู้บริหารและพนักงานของบริษัทจัดการ ตลอดจนบุคคลที่เกี่ยวข้องใช้ข้อมูลภายในเพื่อประโยชน์ในการซื้อขายหลักทรัพย์

**ESG Disclosure Score**

|                             | 2023 |
|-----------------------------|------|
| <b>ESG Disclosure Score</b> | n.a. |
| <b>Environment</b>          | n.a. |
| <b>Social</b>               | n.a. |
| <b>Governance</b>           | n.a. |

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

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

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY March 31           | Unit          | FY2020         | FY2021         | FY2022         | FY2023       | FY2024         | FY2025F      | FY2026F      | FY2027F      |
|-----------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 4,798          | 2,108          | 943            | 3,455        | 4,689          | 4,550        | 5,832        | 5,945        |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 0              | 0              | 0              | 0            | 0              | 0            | 0            | 0            |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>4,798</b>   | <b>2,108</b>   | <b>943</b>     | <b>3,455</b> | <b>4,689</b>   | <b>4,550</b> | <b>5,832</b> | <b>5,945</b> |
| SG&A                  | (Btmn)        | (74)           | (67)           | (62)           | (51)         | (55)           | (52)         | (52)         | (52)         |
| Other income          | (Btmn)        | 6              | (4)            | (6)            | (4)          | 14             | 8            | 21           | 27           |
| Interest expense      | (Btmn)        | 0              | 0              | 0              | 0            | 0              | 0            | 0            | 0            |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>4,730</b>   | <b>2,037</b>   | <b>875</b>     | <b>3,400</b> | <b>4,648</b>   | <b>4,507</b> | <b>5,801</b> | <b>5,920</b> |
| Corporate tax         | (Btmn)        | 0              | 0              | 0              | 0            | 0              | 0            | 0            | 0            |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | 0              | 0              | 0              | 0            | 0              | 0            | 0            | 0            |
| Minority interests    | (Btmn)        | 0              | 0              | 0              | 0            | 0              | 0            | 0            | 0            |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>4,730</b>   | <b>2,037</b>   | <b>875</b>     | <b>3,400</b> | <b>4,648</b>   | <b>4,507</b> | <b>5,801</b> | <b>5,920</b> |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | (6,730)        | (7,872)        | (6,051)        | (110)        | (9,760)        | (4,185)      | (5,288)      | (6,159)      |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>(2,000)</b> | <b>(5,835)</b> | <b>(5,175)</b> | <b>3,290</b> | <b>(5,112)</b> | <b>322</b>   | <b>513</b>   | <b>(239)</b> |
| EBITDA                | (Btmn)        | 4,724          | 2,041          | 881            | 3,404        | 4,634          | 4,499        | 5,780        | 5,893        |
| <b>Core EPS</b>       | <b>(Bt)</b>   | <b>0.82</b>    | <b>0.35</b>    | <b>0.15</b>    | <b>0.59</b>  | <b>0.80</b>    | <b>0.78</b>  | <b>1.00</b>  | <b>1.02</b>  |
| Net EPS               | (Bt)          | (0.35)         | (1.01)         | (0.89)         | 0.57         | (0.88)         | 0.06         | 0.09         | (0.04)       |
| DPU                   | (Bt)          | 0.81           | 0.35           | 0.15           | 0.58         | 0.80           | 0.77         | 0.99         | 1.01         |

### Balance Sheet

| FY March 31                 | Unit          | FY2020        | FY2021        | FY2022        | FY2023        | FY2024        | FY2025F       | FY2026F       | FY2027F       |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 89            | 80            | 50            | 90            | 312           | 349           | 344           | 416           |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 53,369        | 45,395        | 39,330        | 39,851        | 30,081        | 25,896        | 20,608        | 14,449        |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>53,462</b> | <b>45,479</b> | <b>39,383</b> | <b>39,947</b> | <b>30,399</b> | <b>26,251</b> | <b>20,958</b> | <b>14,871</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 89            | 80            | 50            | 90            | 312           | 349           | 344           | 416           |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 46            | 48            | 130           |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>54</b>     | <b>158</b>    | <b>35</b>     | <b>12</b>     | <b>15</b>     | <b>52</b>     | <b>47</b>     | <b>119</b>    |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 58,349        | 56,097        | 55,299        | 52,596        | 48,156        | 43,971        | 38,683        | 32,524        |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>53,408</b> | <b>45,322</b> | <b>39,348</b> | <b>39,935</b> | <b>30,384</b> | <b>26,199</b> | <b>20,911</b> | <b>14,752</b> |
| <b>BVPS</b>                 | <b>(Bt)</b>   | <b>9.23</b>   | <b>7.83</b>   | <b>6.80</b>   | <b>6.90</b>   | <b>5.25</b>   | <b>4.53</b>   | <b>3.61</b>   | <b>2.55</b>   |

### Cash Flow Statement

| FY March 31                   | Unit          | FY2020      | FY2021    | FY2022      | FY2023    | FY2024      | FY2025F   | FY2026F  | FY2027F  |
|-------------------------------|---------------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|----------|----------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 4,730       | 2,037     | 875         | 3,400     | 4,648       | 4,507     | 5,801    | 5,920    |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 0           | 0         | 0           | 0         | 0           | 0         | 0        | 0        |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 4,575       | 2,179     | 733         | 3,372     | 4,418       | 4,518     | 5,803    | 5,845    |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | 109         | 102       | 15          | (634)     | 11          | (0)       | (0)      | (0)      |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | (4,712)     | (2,252)   | (799)       | (2,703)   | (4,439)     | (4,461)   | (5,798)  | (5,838)  |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>(28)</b> | <b>29</b> | <b>(50)</b> | <b>36</b> | <b>(10)</b> | <b>57</b> | <b>5</b> | <b>7</b> |

### Key Financial Ratios

| FY March 31           | Unit | FY2020   | FY2021   | FY2022   | FY2023   | FY2024   | FY2025F  | FY2026F  | FY2027F  |
|-----------------------|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Gross margin          | (%)  | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    |
| Operating margin      | (%)  | 98.5     | 96.8     | 93.4     | 98.5     | 98.8     | 98.9     | 99.1     | 99.1     |
| EBITDA margin         | (%)  | 98.5     | 96.8     | 93.4     | 98.5     | 98.8     | 98.9     | 99.1     | 99.1     |
| EBIT margin           | (%)  | 98.5     | 96.8     | 93.4     | 98.5     | 98.8     | 98.9     | 99.1     | 99.1     |
| Net profit margin     | (%)  | (41.7)   | (276.8)  | (549.0)  | 95.2     | (109.0)  | 7.1      | 8.8      | (4.0)    |
| ROE                   | (%)  | 8.3      | 4.1      | 2.1      | 8.6      | 13.2     | 15.9     | 24.6     | 33.2     |
| ROA                   | (%)  | 8.3      | 4.1      | 2.1      | 8.6      | 13.2     | 15.9     | 24.6     | 33.0     |
| Net D/E               | (%)  | net cash | net cash | net cash | net cash | net cash | net cash | net cash | net cash |
| Interest coverage     | (%)  | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| Debt service coverage | (%)  | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| Payout Ratio          | (%)  | (224.3)  | (30.6)   | (16.9)   | 103.3    | (86.6)   | 100.0    | 100.0    | 100.0    |

### Main Assumptions

| FY March 31        | Unit       | FY2020 | FY2021 | FY2022 | FY2023 | FY2024 | FY2025F | FY2026F | FY2027F |
|--------------------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Farebox revenue    | (Btmn)     | 6,814  | 3,715  | 2,388  | 5,375  | 6,606  | 7,383   | 8,191   | 8,776   |
| Average fare price | (Bt/trip)  | 29.0   | 29.7   | 32.2   | 32.9   | 34.1   | 33.5    | 34.6    | 34.5    |
| Ridership          | (mn trips) | 236.9  | 124.9  | 74.2   | 163.4  | 194.0  | 220.2   | 236.7   | 254.2   |

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY March 31           | Unit          | 1QFY23       | 2QFY23      | 3QFY23       | 4QFY23       | 1QFY24       | 2QFY24       | 3QFY24       | 4QFY24         |
|-----------------------|---------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 582          | 860         | 946          | 1,067        | 1,040        | 1,217        | 1,249        | 1,184          |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 0            | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0              |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>582</b>   | <b>860</b>  | <b>946</b>   | <b>1,067</b> | <b>1,040</b> | <b>1,217</b> | <b>1,249</b> | <b>1,184</b>   |
| SG&A                  | (Btmn)        | (15)         | (12)        | (12)         | (12)         | (15)         | (12)         | (13)         | (15)           |
| Other income          | (Btmn)        | (4)          | (0)         | 1            | (0)          | 4            | 1            | 6            | 4              |
| Interest expense      | (Btmn)        | 0            | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0              |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>563</b>   | <b>848</b>  | <b>935</b>   | <b>1,054</b> | <b>1,029</b> | <b>1,205</b> | <b>1,242</b> | <b>1,172</b>   |
| Corporate tax         | (Btmn)        | 0            | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0              |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | 0            | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0              |
| Minority interests    | (Btmn)        | 0            | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0              |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>563</b>   | <b>848</b>  | <b>935</b>   | <b>1,054</b> | <b>1,029</b> | <b>1,205</b> | <b>1,242</b> | <b>1,172</b>   |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | (770)        | (460)       | 260          | 860          | (260)        | (1,430)      | (1,190)      | (6,880)        |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>(207)</b> | <b>388</b>  | <b>1,195</b> | <b>1,914</b> | <b>769</b>   | <b>(225)</b> | <b>52</b>    | <b>(5,708)</b> |
| EBITDA                | (Btmn)        | 567          | 848         | 934          | 1,055        | 1,025        | 1,204        | 1,236        | 1,168          |
| <b>Core EPS</b>       | <b>(Bt)</b>   | <b>0.10</b>  | <b>0.15</b> | <b>0.16</b>  | <b>0.18</b>  | <b>0.18</b>  | <b>0.21</b>  | <b>0.21</b>  | <b>0.20</b>    |
| Net EPS               | (Bt)          | (0.04)       | 0.07        | 0.21         | 0.33         | 0.13         | (0.04)       | 0.01         | (0.99)         |

### Balance Sheet

| FY March 31                 | Unit          | 1QFY23        | 2QFY23        | 3QFY23        | 4QFY23        | 1QFY24        | 2QFY24        | 3QFY24        | 4QFY24        |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 213           | 213           | 109           | 90            | 199           | 257           | 389           | 312           |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 38,595        | 38,404        | 38,859        | 39,851        | 39,461        | 38,156        | 36,961        | 30,081        |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>38,810</b> | <b>38,619</b> | <b>38,968</b> | <b>39,947</b> | <b>39,664</b> | <b>38,415</b> | <b>37,350</b> | <b>30,399</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 28            | 11            | 10            | 12            | 13            | 14            | 101           | 15            |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>28</b>     | <b>11</b>     | <b>10</b>     | <b>12</b>     | <b>13</b>     | <b>14</b>     | <b>101</b>    | <b>15</b>     |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 54,940        | 54,378        | 53,533        | 52,596        | 51,542        | 50,518        | 49,314        | 48,156        |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>38,781</b> | <b>38,608</b> | <b>38,958</b> | <b>39,935</b> | <b>39,651</b> | <b>38,401</b> | <b>37,249</b> | <b>30,384</b> |
| <b>BVPS</b>                 | <b>(Bt)</b>   | <b>6.70</b>   | <b>6.67</b>   | <b>6.73</b>   | <b>6.90</b>   | <b>6.85</b>   | <b>6.63</b>   | <b>6.44</b>   | <b>5.25</b>   |

### Cash Flow Statement

| FY March 31                   | Unit          | 1QFY23     | 2QFY23    | 3QFY23      | 4QFY23   | 1QFY24    | 2QFY24     | 3QFY24    | 4QFY24      |
|-------------------------------|---------------|------------|-----------|-------------|----------|-----------|------------|-----------|-------------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 563        | 848       | 935         | 1,054    | 1,029     | 1,205      | 1,242     | 1,172       |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 0          | 0         | 0           | 0        | 0         | 0          | 0         | 0           |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 389        | 911       | 988         | 1,083    | 932       | 1,143      | 1,270     | 1,074       |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (33)       | (269)     | (193)       | (138)    | 132       | (123)      | 7         | (5)         |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | (359)      | (561)     | (845)       | (938)    | (1,053)   | (1,024)    | (1,204)   | (1,158)     |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>(3)</b> | <b>81</b> | <b>(49)</b> | <b>7</b> | <b>11</b> | <b>(5)</b> | <b>73</b> | <b>(89)</b> |

### Key Financial Ratios

| FY March 31           | Unit | 1QFY23   | 2QFY23   | 3QFY23   | 4QFY23   | 1QFY24   | 2QFY24   | 3QFY24   | 4QFY24   |
|-----------------------|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Gross margin          | (%)  | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    |
| Operating margin      | (%)  | 97.4     | 98.6     | 98.7     | 98.9     | 98.5     | 99.0     | 99.0     | 98.7     |
| EBITDA margin         | (%)  | 97.4     | 98.6     | 98.7     | 98.9     | 98.5     | 99.0     | 99.0     | 98.7     |
| EBIT margin           | (%)  | 97.4     | 98.6     | 98.7     | 98.9     | 98.5     | 99.0     | 99.0     | 98.7     |
| Net profit margin     | (%)  | (35.6)   | 45.1     | 126.3    | 179.5    | 74.0     | (18.5)   | 4.2      | (482.2)  |
| ROE                   | (%)  | 5.4      | 8.1      | 8.9      | 10.6     | 10.5     | 12.5     | 13.0     | 13.3     |
| ROA                   | (%)  | 5.4      | 8.1      | 8.8      | 10.6     | 10.5     | 12.5     | 13.0     | 13.3     |
| Net D/E               | (%)  | net cash | net cash | net cash | net cash | net cash | net cash | net cash | net cash |
| Interest coverage     | (%)  | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| Debt service coverage | (%)  | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |

### Main Assumptions

| FY March 31        | Unit       | 1QFY23 | 2QFY23 | 3QFY23 | 4QFY23 | 1QFY24 | 2QFY24 | 3QFY24 | 4QFY24 |
|--------------------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Farebox revenue    | (Btmn)     | 998    | 1,302  | 1,484  | 1,592  | 1,534  | 1,697  | 1,700  | 1,670  |
| Average fare price | (Bt/trip)  | 32.6   | 32.4   | 32.3   | 34.1   | 34.2   | 34.1   | 34.1   | 33.4   |
| Ridership          | (mn trips) | 30.6   | 40.2   | 45.9   | 46.6   | 44.8   | 49.7   | 49.9   | 49.9   |

**Figure 1: 4QFY24 results review**

| Unit: Btmn                                 | 4QFY23       | 3QFY24       | 4QFY24         | QoQ  | YoY  |
|--|--------------|--------------|----------------|------|------|
| Farebox revenues                           | 1,592        | 1,700        | 1,670          | -2%  | 5%   |
| Total operating and maintenance costs      | (525)        | (451)        | (486)          | 8%   | -7%  |
| <b>Total income from investment</b>        | <b>1,067</b> | <b>1,249</b> | <b>1,184</b>   | -5%  | 11%  |
| Interest income                            | 4            | 7            | 8              | 10%  | 117% |
| <b>Total income</b>                        | <b>1,070</b> | <b>1,256</b> | <b>1,191</b>   | -5%  | 11%  |
| Fund management fee and expenses           | (12)         | (13)         | (15)           | 20%  | 28%  |
| Other expenses                             | (4)          | (1)          | (4)            | 225% | 3%   |
| <b>Total expenses</b>                      | <b>(16)</b>  | <b>(14)</b>  | <b>(19)</b>    | 37%  | 22%  |
| <b>Core profit</b>                         | <b>1,054</b> | <b>1,242</b> | <b>1,172</b>   | -6%  | 11%  |
| Gains (losses) on valuation of investments | 860          | (1,190)      | (6,880)        | na.  | na.  |
| <b>Net profit</b>                          | <b>1,914</b> | <b>52</b>    | <b>(5,708)</b> | na.  | na.  |
| <b>EPS (Bt/sh.)</b>                        | <b>0.33</b>  | <b>0.01</b>  | <b>(0.99)</b>  | na.  | na.  |

**Key operating items**

|                        |      |      |      |
|------------------------|------|------|------|
| Ridership growth (YoY) | 95.0 | 8.7  | 7.2  |
| Average fare (Bt/trip) | 34.1 | 34.1 | 33.4 |

Source: InnovestX Research

**Figure 2: Valuation summary** (price as of May 29, 2024)

|          | Price (Bt) | PE (x)     |            |            | EPS Growth (%) |            |            | PBV (x)    |            |            | Div. Yield (%) |             |             | ROE (%)    |            |             | EV/EBITDA (x) |             |             |
|----------|------------|------------|------------|------------|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|---------------|-------------|-------------|
|          | 29-May-24  | 24F        | 25F        | 26F        | 24F            | 25F        | 26F        | 24F        | 25F        | 26F        | 24F            | 25F         | 26F         | 24F        | 25F        | 26F         | 24F           | 25F         | 26F         |
| DIF *    | 7.8        | 7.1        | 6.9        | 6.7        | (0.0)          | 0.0        | 0.0        | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 11.7           | 11.9        | 12.4        | 6.8        | 6.9        | 7.1         | 7.5           | 7.1         | 6.7         |
| 3BBIF *  | 5.6        | 7.6        | 7.4        | 7.2        | (26.4)         | 2.5        | 2.8        | 0.7        | 0.6        | 0.6        | 12.0           | 11.1        | 11.4        | 8.7        | 8.8        | 9.0         | 8.4           | 8.1         | 7.8         |
| BTSGIF * | 3.6        | 4.4        | 4.6        | 3.6        | 36.7           | (3.1)      | 28.7       | 0.7        | 0.8        | 1.0        | 22.3           | 21.7        | 27.9        | 13.2       | 15.9       | 24.6        | 4.4           | 4.6         | 3.5         |
| GVREIT * | 5.4        | 6.2        | 7.0        | 6.8        | (0.6)          | (11.7)     | 3.1        | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 14.6           | 12.9        | 13.3        | 8.0        | 7.0        | 7.2         | 7.8           | 8.7         | 8.4         |
| CPNREIT  | 10.1       | 7.7        | 9.6        | 9.1        | 4.0            | (20.0)     | 6.1        | 0.8        | 0.9        | 0.9        | 10.3           | 10.9        | 11.2        | 7.8        | 5.9        | 9.6         | 19.2          | 18.1        | 16.5        |
| IMPACT   | 11.0       | 18.8       | 18.8       | 16.5       | (10.0)         | 0.0        | 13.7       | 1.0        | 1.0        | 1.0        | 5.6            | 5.0         | 2.8         | 5.3        | 5.3        | 6.1         | 19.8          | 19.5        | 17.7        |
| WHART    | 8.8        | 11.6       | 11.5       | 11.1       | 16.6           | 0.7        | 3.9        | 0.8        | 0.8        | 0.8        | 8.6            | 8.6         | 8.7         | 7.4        | 7.4        | 7.8         | 13.7          | 13.6        | 13.1        |
| LHHOTEL* | 11.0       | 8.4        | 8.0        | 7.5        | (16.5)         | 4.2        | 7.2        | 0.9        | 0.9        | 0.9        | 10.5           | 10.8        | 10.1        | 11.1       | 11.2       | 11.8        | 12.0          | 11.6        | 11.1        |
|          |            | <b>9.0</b> | <b>9.1</b> | <b>8.5</b> | <b>0.1</b>     | <b>1.0</b> | <b>5.6</b> | <b>0.7</b> | <b>0.7</b> | <b>0.7</b> | <b>11.9</b>    | <b>12.5</b> | <b>12.6</b> | <b>8.4</b> | <b>8.8</b> | <b>10.0</b> | <b>11.6</b>   | <b>11.3</b> | <b>10.6</b> |

Source: InnovestX Research

\*InnovestX estimates

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

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

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“IN VX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“IN VX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ บริษัทเพื่อการลงทุนในหลักทรัพย์ เช่น อสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกฎหมาย บัญชีราคา ค่าความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่นักลงทุนใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย IN VX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ IN VX ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาเงื่อนไขในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ IN VX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย IN VX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

IN VX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก IN VX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชัน (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชัน ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชัน และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก IN VX 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, ALL, ALA, 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, BCPCG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BJCHI, BKI, BLA, BOL, 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, IIL, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JKS, 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, PTGTC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCO, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMPC, SMT, SNC, SNPP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPH, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMC, TMD, TMT, TNITY, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRT, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, XPG, YUASA, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, A5, AAI, AIE, ALUCON, AMR, APURE, ARIN, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, AURA, BR, BSBM, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, ESSO, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GPI, HEALTH, HUMAN, IFS, INSET, IT, J, JCKH, JDF, JKN, JMART, JUBILE, K, KCAR, KGI, KIAT, KISS, KK, KTIS, KWC, KWM, LDC, LEO, LHK, MACO, METCO, MICRO, MK, MVP, NCAP, NOVA, NTSC, PACO, PIN, PQS, PREB, PRI, PRIME, PROEN, PROS, PROUD, PSTC, PTECH, PYLON, RCL, SALEE, SANKO, SCI, SCN, SE, SE-ED, SFLEX, SINGER, 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 (ได้รับรับรอง)**

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, BCPCG, 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, IIL, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JKN, JR, JTS, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCCAMC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, 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, PPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTGTC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RS, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCC, SCCO, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, 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 (ประกาศเจตนารมณ์)**

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

**N/A**

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALL, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMARIN, AMR, ANAN, ANI, AOT, APCO, APEX, APO, 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, BKGI, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, 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, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCKH, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINI, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, LTS, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEGA, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACE, PACO, PAF, PANEL, PCC, PEACE, PERM, PI, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, QCTG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEL, 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, SNPP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMU, 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, TRF, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WELL, WFX, WGE, WIN, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, YGG, YONG, ZAA

**Explanations**

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