

# ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ BEM

บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg BEM TB  
Reuters BEM.BK



## เติบโตต่อเนื่อง

BEM รายงานกำไรสุทธิ 3Q67 ที่ 1.1 พันลบ. เพิ่มขึ้น 6.4% YoY และ 10% QoQ เป็นไปตามที่ INVX และ consensus คาด สำหรับ 4Q67 เราคาดว่ากำไรจะเติบโต YoY โดยได้แรงหนุนจากจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT และค่าโดยสารเฉลี่ยที่สูงขึ้น ในขณะที่กำไรน่าจะลดลง QoQ เนื่องจากไม่มีรายได้เงินปันผล เราปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลดลง 4.5% และปี 2568 ลดลง 5.3% หลังจากปรับสมมติฐานจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT ลดลง ทั้งนี้แม้ว่าเราปรับประมาณการกำไรลดลง แต่มีผลกระทบค่อนข้างจำกัดต่อราคาเป้าหมายของเรา เนื่องจากเราปรับฐานที่ใช้ประเมินราคาเป้าหมายเป็นปี 2568 เรายังคงคำแนะนำ **OUTPERFORM** สำหรับ BEM โดยให้ราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 10.5 บาท/หุ้น (8.2 บาท/หุ้น สำหรับธุรกิจหลัก, 1.5 บาท/หุ้น สำหรับโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม และ 0.8 บาท/หุ้น สำหรับเงินลงทุนใน TTW และ CKP) เรายังคงชอบ BEM เนื่องจากกำไรยังคงมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น และมี upside จากโครงการ double deck ซึ่งเรายังไม่นำมารวมไว้ในประมาณการของเรา

**สรุปผลประกอบการ 3Q67** BEM รายงานกำไรสุทธิ 3Q67 ที่ 1.1 พันลบ. เพิ่มขึ้น 6.4% YoY และ 10% QoQ เป็นไปตามที่ INVX และ consensus คาด รายได้จากธุรกิจทางด่วน (57% ของรายได้รวม) อยู่ที่ 2.3 พันลบ. เพิ่มขึ้น 1% YoY และ 7.6% QoQ การเพิ่มขึ้นค่อนข้างน้อย YoY เป็นผลมาจากการปิดทางด่วนบางส่วน ในขณะที่การเพิ่มขึ้น QoQ เป็นผลจากปริมาณรถที่ใช้ทางด่วนที่เพิ่มขึ้นเนื่องจาก 3Q67 มีวันหยุดน้อยกว่า 2Q67 สำหรับธุรกิจระบบราง (44%) รายได้อยู่ที่ 1.8 พันลบ. เพิ่มขึ้น 7.9% YoY และ 11.2% QoQ การเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ ได้แรงหนุนจากจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT ที่เพิ่มขึ้น สำหรับธุรกิจพัฒนาเชิงพาณิชย์ (8%) รายได้อยู่ที่ 308 ลบ. เพิ่มขึ้น 10.4% YoY และ 0.7% QoQ โดยได้แรงหนุนจากรายได้จากเช่าพื้นที่สื่อโฆษณาและให้เช่าพื้นที่จัดกิจกรรมใน Metro Mall ที่เพิ่มขึ้น โดยรวมแล้ว กำไรสุทธิ 9M67 คิดเป็น 73% ของประมาณการกำไรเติบโตปีที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้

**คาดกำไร 4Q67 เติบโต YoY แต่ลดลง QoQ** เราคาดว่ากำไรของ BEM จะเติบโต YoY ใน 4Q67 โดยได้รับการสนับสนุนจากจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT ที่เพิ่มขึ้น และค่าโดยสารเฉลี่ยที่สูงขึ้น ในขณะที่เราคาดว่ากำไรจะลดลง QoQ เนื่องจากจะไม่มีรายได้เงินปันผลใน 4Q67

**ปรับประมาณการกำไรปี 2567-2568 ลดลง** เราปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลดลง 4.5% สู่ 3.8 พันลบ. (+10.4% YoY) เพื่อสะท้อนจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT ที่เติบโตต่ำกว่าคาด โดยใน 10M67 BEM รายงานจำนวนผู้โดยสารเฉลี่ย 423,000/วัน เพิ่มขึ้น 10% YoY เทียบกับประมาณการเดิมของเราที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 15% ดังนั้นเราจึงปรับสมมติฐานของเราลดลงมาอยู่ที่ 10% การปรับสมมติฐานจำนวนผู้โดยสารลดลงยังส่งผลกระทบต่อเราปรับประมาณการกำไรปี 2568 ลดลง 5.3% มาอยู่ที่ 4.3 พันลบ. (+12.9%) ในขณะที่เรายังคงสมมติฐานปริมาณรถที่ใช้ทางด่วนไว้เหมือนเดิม เนื่องจากตัวเลขการเติบโตใน 10M67 สอดคล้องกับประมาณการของเราที่ 0%

**ประเด็นสำคัญจากการประชุมนักวิเคราะห์** BEM จัดการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ โดยภาพรวมเป็นกลาง ผู้บริหารอภิวัดว่าโครงการ double deck น่าจะเห็นความชัดเจนมากขึ้นใน 1Q68 ล่าช้าเล็กน้อยจาก 4Q67 สืบเนื่องมาจากกระบวนการของภาครัฐ ในขณะที่คาดว่าโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันออกจะเปิดให้บริการได้ในช่วงปลายปี 2570 โดยนับถึงปัจจุบันบริษัทได้ใช้เงินลงทุนในโครงการนี้ไปแล้วกว่า 4.4 พันลบ. บริษัทคาดว่าปริมาณรถที่ใช้ทางด่วนจะกลับมาเติบโตในปี 2568 หลังจากผลกระทบจากการปิดเครือข่ายทางด่วนบางส่วนหมดลงในช่วงกลางปี 2568 ในขณะที่ BEM ประเมินว่าจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT จะเติบโต 5-10% ในปี 2568 ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการของเราที่คาดว่าจะเติบโต 7.5%

**ความเสี่ยงและความกังวล** ความกังวลหลักๆ คือ การฟื้นตัวของปริมาณรถที่ใช้ทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT ความเสี่ยง ESG ที่สำคัญสำหรับ BEM คือ ความปลอดภัยในการเดินทาง ความกังวลเกี่ยวกับความปลอดภัยอาจจะส่งผลกระทบต่อจำนวนผู้ใช้ทางด่วนและผู้โดยสาร MRT ปรับตัวลดลง และสร้าง downside ต่อประมาณการกำไรของเรา

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	14,029	16,374	17,087	17,694	18,347
EBITDA	(Btmn)	6,625	9,076	9,464	9,961	10,566
Core profit	(Btmn)	2,436	3,479	3,840	4,337	4,789
Reported profit	(Btmn)	2,436	3,479	3,840	4,337	4,789
Core EPS	(Bt)	0.16	0.23	0.25	0.28	0.31
DPS	(Bt)	0.12	0.14	0.15	0.17	0.19
P/E, core	(x)	48.0	33.6	30.4	27.0	24.4
EPS growth, core	(%)	141.2	42.8	10.4	12.9	10.4
P/BV, core	(x)	3.1	3.1	3.0	2.8	2.7
ROE	(%)	6.5	9.3	10.0	10.7	11.3
Dividend yield	(%)	1.6	1.8	2.0	2.2	2.5
EV/EBITDA	(x)	28.0	20.3	19.1	17.8	16.5

Source: InnovestX Research

## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (Nov 18) (Bt)	7.65
Target price (Bt)	10.50
Mkt cap (Btmn)	116.93
12-m high / low (Bt)	8.5 / 7
Avg. daily 6m (US\$m)	10.36
Foreign limit / actual (%)	49 / 7
Free float (%)	50.0
Outstanding Short Position (%)	1.26

### Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(6.7)	(3.8)	(6.1)
Relative to SET	(4.3)	(12.3)	(8.5)

### INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2024F	2025F
Consensus (Bt mn)	3,839	4,245
INVX vs Consensus (%)	0.0	2.2

### Earnings momentum

	YoY	QoQ
INVX 4Q24 core earnings	Up	Down

### 2023 Sustainability/2022 ESG Score

SET ESG Ratings	AA
-----------------	----

### Bloomberg ESG Score and Rank in the sector

ESG Score and Rank	3.93	5/30
Environmental Score and Rank	4.94	3/30
Social Score and Rank	2.66	9/30
Governance Score and Rank	4.16	6/30

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### กิตติส พุทธิภัทร, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1007  
kittisorn.p@innovestx.co.th

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

BEM ทำธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน (ทางด่วน และรถไฟฟ้า MRT) ซึ่งไม่ปล่อยมลพิษใดๆ ดังนั้นเราจึงมองว่าธุรกิจของบริษัทเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม นอกจากนี้ BEM ยังได้รับคัดเลือกให้อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนด้วย ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ความปลอดภัยในการเดินทางของผู้ใช้ทางด่วนและผู้โดยสาร MRT

**ESG Ratings and Indices**

<b>Bloomberg ESG Financial Materiality Score</b>	<b>3.93 (2022)</b>	<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Ratings</b>	
Rank in Sector	5/30	BEM	5	No	Yes	AA

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

**ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)**

- บริษัทยังคงรักษาไว้ซึ่งระบบการจัดการสิ่งแวดล้อม ISO 14001 อย่างต่อเนื่อง และเพิ่มประสิทธิภาพการใช้ทรัพยากรอย่างคุ้มค่า ด้วยมาตรการจัดการด้านพลังงานที่บริษัทดำเนินการอย่างต่อเนื่อง
- นอกจากนี้บริษัทยังได้รับการรับรองมาตรฐานระบบงานคุณภาพ ISO 9001 : 2015 และระบบจัดการสิ่งแวดล้อม ISO 14001 : 2015 จากบริษัท เอสจีเอส (ประเทศไทย) สำหรับธุรกิจทางพิเศษ

**ประเด็นด้านสังคม (S)**

- BEM มุ่งมั่นดำเนินกิจการด้วยความรับผิดชอบต่อสังคมตลอดห่วงโซ่คุณค่า ในฐานะที่เป็นส่วนหนึ่งของสังคม
- บริษัทได้จัดกิจกรรมแจกหน้ากากผ้า 1 ล้านชิ้นให้กับผู้ใช้บริการรถไฟฟ้า MRT และยังมีมอบหน้ากากผ้าพร้อมอุปกรณ์ป้องกันการแพร่ระบาดของเชื้อโควิด-19 ให้กับหลายฝ่ายในช่วงที่เกิดการแพร่ระบาดของเชื้อโควิด-19
- BEM ได้มอบทุนการศึกษาเพื่อพัฒนาโรงเรียนและมอบอุปกรณ์ป้องกันเชื้อโควิด-19 แก่โรงเรียน 56 แห่งที่ตั้งอยู่โดยรอบเส้นทางรถไฟฟ้า MRT รวมถึงชุมชนรายรอบสถานี

**ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)**

- บริษัทถือว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือสำคัญในการบริหารกิจการเพื่อให้บรรลุเป้าหมายได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล
- คณะกรรมการบริษัทได้แต่งตั้งคณะกรรมการบรรษัทภิบาลและบริหารความเสี่ยงเพื่อพิจารณาความเพียงพอและเหมาะสมในระดับนโยบาย
- ฝ่ายบริหารทำหน้าที่ดูแลการปฏิบัติตามแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี
- ในปี 2564 บริษัทได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ “ดีเลิศ” และ Anti-corruption progress indicator ได้รับการรับรอง

**ESG Disclosure Score**

	2022	2023
<b>ESG Financial Materiality Score</b>	<b>3.93</b>	—
<b>Environment Financial Materiality Score</b>	<b>4.94</b>	—
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	2.40	8.06
GHG Scope 2 Location-Based ('000 metric tonnes)	104.68	106.36
GHG Scope 3 ('000 metric tonnes)	—	29.41
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
<b>Social Financial Materiality Score</b>	<b>2.66</b>	—
Human Rights Policy	Yes	Yes
Equal Opportunity Policy	Yes	Yes
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Anti-Bribery Ethics Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Number of Employees - CSR (persons)	3,750	3,861
<b>Governance Financial Materiality Score</b>	<b>4.16</b>	—
Number of Independent Directors on Audit Committee (persons)	3	3
Board Size (persons)	17	17
Number of Non Executive Directors on Board (persons)	11	11
Number of Women on Board (Persons)	6	6
Number of Independent Directors (persons)	6	6
Employee CSR Training	Yes	Yes

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

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

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btmn)	16,107	13,489	10,727	14,029	16,374	17,087	17,694	18,347
Cost of goods sold	(Btmn)	(10,310)	(8,427)	(6,990)	(8,447)	(9,311)	(9,495)	(9,442)	(9,613)
<b>Gross profit</b>	(Btmn)	<b>5,797</b>	<b>5,063</b>	<b>3,737</b>	<b>5,582</b>	<b>7,064</b>	<b>7,592</b>	<b>8,252</b>	<b>8,734</b>
SG&A	(Btmn)	(1,336)	(1,347)	(1,160)	(1,160)	(1,241)	(1,299)	(1,345)	(1,394)
Other income	(Btmn)	707	830	755	772	764	817	824	957
Interest expense	(Btmn)	(1,723)	(2,113)	(2,187)	(2,361)	(2,371)	(2,310)	(2,310)	(2,310)
<b>Pre-tax profit</b>	(Btmn)	<b>3,444</b>	<b>2,433</b>	<b>1,145</b>	<b>2,834</b>	<b>4,216</b>	<b>4,800</b>	<b>5,421</b>	<b>5,986</b>
Corporate tax	(Btmn)	(1,755)	(382)	(134)	(398)	(737)	(960)	(1,084)	(1,197)
Equity a/c profits	(Btmn)	173	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	(17)	(4)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>Core profit</b>	(Btmn)	<b>2,548</b>	<b>2,048</b>	<b>1,010</b>	<b>2,436</b>	<b>3,479</b>	<b>3,840</b>	<b>4,337</b>	<b>4,789</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	2,887	4	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	(Btmn)	<b>5,435</b>	<b>2,051</b>	<b>1,010</b>	<b>2,436</b>	<b>3,479</b>	<b>3,840</b>	<b>4,337</b>	<b>4,789</b>
EBITDA	(Btmn)	9,194	6,404	4,461	6,625	9,076	9,464	9,961	10,566
<b>Core EPS</b>	(Btmn)	<b>0.17</b>	<b>0.13</b>	<b>0.07</b>	<b>0.16</b>	<b>0.23</b>	<b>0.25</b>	<b>0.28</b>	<b>0.31</b>
Net EPS	(Bt)	0.36	0.13	0.07	0.16	0.23	0.25	0.28	0.31
DPS	(Bt)	0.15	0.10	0.08	0.12	0.14	0.15	0.17	0.19

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btmn)	4,448	5,044	4,541	5,566	5,247	6,661	10,326	14,175
Total fixed assets	(Btmn)	84,296	84,532	83,845	81,997	79,500	77,647	75,942	74,224
<b>Total assets</b>	(Btmn)	<b>111,697</b>	<b>113,616</b>	<b>115,088</b>	<b>114,128</b>	<b>112,496</b>	<b>112,217</b>	<b>114,340</b>	<b>116,634</b>
Total loans	(Btmn)	66,333	69,088	71,211	70,441	68,303	66,000	66,000	66,000
Total current liabilities	(Btmn)	11,429	13,734	10,645	12,092	15,566	13,603	13,650	13,714
Total long-term liabilities	(Btmn)	61,445	61,848	66,744	64,773	59,265	59,250	59,293	59,336
<b>Total liabilities</b>	(Btmn)	<b>72,874</b>	<b>75,582</b>	<b>77,390</b>	<b>76,865</b>	<b>74,832</b>	<b>72,853</b>	<b>72,943</b>	<b>73,050</b>
Paid-up capital	(Btmn)	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102
<b>Total equity</b>	(Btmn)	<b>38,823</b>	<b>38,034</b>	<b>37,699</b>	<b>37,264</b>	<b>37,664</b>	<b>39,365</b>	<b>41,398</b>	<b>43,584</b>
<b>BVPS</b>	(Bt)	<b>2.54</b>	<b>2.49</b>	<b>2.47</b>	<b>2.44</b>	<b>2.46</b>	<b>2.58</b>	<b>2.71</b>	<b>2.85</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btmn)	2,548	2,048	1,010	2,436	3,479	3,840	4,337	4,789
Depreciation and amortization	(Btmn)	4,026	1,858	1,129	1,430	2,490	2,353	2,230	2,269
Operating cash flow	(Btmn)	5,469	5,522	3,445	5,545	7,544	7,487	8,292	8,684
Investing cash flow	(Btmn)	(7,061)	(4,593)	(4,526)	(1,177)	(2,692)	(2,435)	(2,461)	(2,383)
Financing cash flow	(Btmn)	1,769	(19)	598	(3,711)	(5,393)	(4,443)	(2,304)	(2,602)
<b>Net cash flow</b>	(Btmn)	<b>178</b>	<b>910</b>	<b>(482)</b>	<b>656</b>	<b>(542)</b>	<b>609</b>	<b>3,526</b>	<b>3,699</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	36.0	37.5	34.8	39.8	43.1	44.4	46.6	47.6
Operating margin	(%)	27.7	27.5	24.0	31.5	35.6	36.8	39.0	40.0
EBITDA margin	(%)	57.1	47.5	41.6	47.2	55.4	55.4	56.3	57.6
EBIT margin	(%)	32.1	33.7	31.1	37.0	40.2	41.6	43.7	45.2
Net profit margin	(%)	33.7	15.2	9.4	17.4	21.2	22.5	24.5	26.1
ROE	(%)	14.0	5.4	2.7	6.5	9.2	9.8	10.5	11.0
ROA	(%)	1.7	1.8	0.9	2.1	3.1	3.4	3.8	4.1
Net D/E	(x)	1.7	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.5	1.3
Interest coverage	(x)	5.3	3.0	2.0	2.8	3.8	4.1	4.3	4.6
Debt service coverage	(x)	0.9	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
Payout Ratio	(%)	42.2	74.5	121.1	75.3	61.5	60.0	60.0	60.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Traffic for toll roads	('000 trips/day)	1,237	1,049	850	1,039	1,117	1,117	1,129	1,146
Ridership for mass transit	('000 trips/day)	337	260	147	274	390	429	461	491
CD revenue	(Btmn)	783	825	822	921	1,117	1,173	1,208	1,244

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Total revenue	(Btmn)	3,935	4,099	3,908	4,182	4,186	4,249	4,023	4,365
Cost of goods sold	(Btmn)	(2,396)	(2,339)	(2,333)	(2,391)	(2,248)	(2,357)	(2,318)	(2,426)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,539</b>	<b>1,760</b>	<b>1,574</b>	<b>1,791</b>	<b>1,938</b>	<b>1,892</b>	<b>1,705</b>	<b>1,939</b>
SG&A	(Btmn)	(313)	(301)	(322)	(297)	(321)	(291)	(316)	(311)
Other income	(Btmn)	58	50	390	266	58	61	392	268
Interest expense	(Btmn)	(604)	(572)	(601)	(602)	(596)	(601)	(611)	(615)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>680</b>	<b>937</b>	<b>1,043</b>	<b>1,158</b>	<b>1,079</b>	<b>1,062</b>	<b>1,170</b>	<b>1,281</b>
Corporate tax	(Btmn)	(77)	(187)	(142)	(188)	(220)	(214)	(167)	(214)
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>603</b>	<b>749</b>	<b>901</b>	<b>970</b>	<b>859</b>	<b>847</b>	<b>1,003</b>	<b>1,067</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>603</b>	<b>749</b>	<b>901</b>	<b>970</b>	<b>859</b>	<b>847</b>	<b>1,003</b>	<b>1,067</b>
EBITDA	(Btmn)	2,381	2,114	2,227	2,402	2,333	2,318	2,411	2,583
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.05</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>0.07</b>	<b>0.07</b>
Net EPS	(Bt)	0.04	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Total current assets	(Btmn)	5,566	5,228	4,567	5,469	5,247	9,490	5,213	5,090
Total fixed assets	(Btmn)	81,997	81,299	80,817	80,041	79,500	78,998	78,415	91,957
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>114,128</b>	<b>113,091</b>	<b>111,849</b>	<b>112,850</b>	<b>112,496</b>	<b>118,313</b>	<b>113,850</b>	<b>128,345</b>
Total loans	(Btmn)	70,441	69,202	69,729	69,193	68,303	72,147	70,071	83,265
Total current liabilities	(Btmn)	12,092	12,235	12,251	15,572	15,566	16,063	16,944	16,692
Total long-term liabilities	(Btmn)	64,773	63,521	63,913	60,571	59,265	63,525	60,456	75,101
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>76,865</b>	<b>75,756</b>	<b>76,164</b>	<b>76,143</b>	<b>74,832</b>	<b>79,589</b>	<b>77,399</b>	<b>91,793</b>
Paid-up capital	(Btmn)	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>37,264</b>	<b>37,334</b>	<b>35,685</b>	<b>36,707</b>	<b>37,664</b>	<b>38,724</b>	<b>36,451</b>	<b>36,552</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>2.44</b>	<b>2.44</b>	<b>2.33</b>	<b>2.40</b>	<b>2.46</b>	<b>2.53</b>	<b>2.38</b>	<b>2.39</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Core Profit	(Btmn)	603	749	901	970	859	847	1,003	1,067
Depreciation and amortization	(Btmn)	298	605	583	642	659	656	630	687
Operating cash flow	(Btmn)	4,938	2,235	1,731	2,198	1,380	2,829	2,150	3,107
Investing cash flow	(Btmn)	(8,032)	1,116	795	1,112	(5,714)	3,629	(3,371)	(641)
Financing cash flow	(Btmn)	5,999	(3,277)	(3,314)	(2,546)	3,744	(1,797)	(2,836)	(2,604)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,906</b>	<b>74</b>	<b>(789)</b>	<b>763</b>	<b>(590)</b>	<b>4,662</b>	<b>(4,057)</b>	<b>(138)</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Gross margin	(%)	39.1	42.9	40.3	42.8	46.3	44.5	42.4	44.4
Operating margin	(%)	31.2	35.6	32.1	35.7	38.6	37.7	34.5	37.3
EBITDA margin	(%)	60.5	51.6	57.0	57.4	55.7	54.6	59.9	59.2
EBIT margin	(%)	52.9	36.8	42.1	42.1	40.0	39.1	44.3	43.4
Net profit margin	(%)	15.3	18.3	23.1	23.2	20.5	19.9	24.9	24.4
ROE	(%)	6.4	7.9	9.8	10.4	9.2	8.9	11.1	11.7
ROA	(%)	2.1	2.6	3.2	3.4	3.0	2.9	3.6	3.5
Net D/E	(x)	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7	1.9	2.2
Interest coverage	(x)	3.9	3.7	3.7	4.0	3.9	3.9	3.9	4.2
Debt service coverage	(x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7

### Key Statistics

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Traffic for toll roads	('000 trips/day)	1,101	1,129	1,099	1,113	1,126	1,125	1,100	1,117
Ridership for mass transit	('000 trips/day)	349	382	411	382	416	431	393	438
CD revenue	(Btmn)	276	255	277	279	306	264	306	308

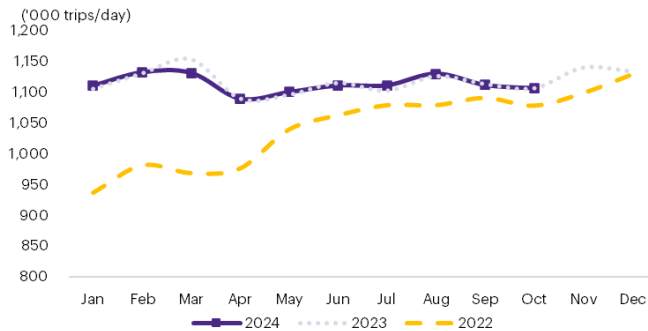
**Figure 1: 3Q24 results review**

Unit: Btmn	3Q23	2Q24	3Q24	QoQ	YoY
Revenue from expressway business	2,252	2,114	2,275	7.6%	1.0%
Revenue from rail business	1,651	1,603	1,782	11.2%	7.9%
Revenue from commercial development business	279	306	308	0.7%	10.4%
<b>Total revenue</b>	<b>4,183</b>	<b>4,023</b>	<b>4,365</b>	8.5%	4.4%
Cost of expressway business	(764)	(714)	(771)	8.0%	0.9%
Cost of rail business	(1,517)	(1,498)	(1,546)	3.2%	1.9%
Cost of commercial development business	(110)	(106)	(109)	2.8%	-0.9%
<b>Total COGS</b>	<b>(2,391)</b>	<b>(2,318)</b>	<b>(2,426)</b>	4.7%	1.5%
<b>Gross profit</b>	<b>1,792</b>	<b>1,705</b>	<b>1,939</b>	13.7%	8.2%
SG&A	(297)	(316)	(311)	-1.8%	4.6%
<b>Operating profit</b>	<b>1,495</b>	<b>1,389</b>	<b>1,628</b>	17.2%	8.9%
Other income/(expense)	266	392	268	-31.6%	0.9%
<b>EBIT</b>	<b>1,761</b>	<b>1,781</b>	<b>1,896</b>	6.5%	7.7%
Equity income	0	0	0	na.	na.
Interest expense	(602)	(611)	(615)	0.6%	2.1%
<b>EBT</b>	<b>1,158</b>	<b>1,170</b>	<b>1,281</b>	9.5%	10.6%
Income tax	(188)	(167)	(214)	28.3%	13.8%
Minority interests	(0)	(0)	0	na.	na.
<b>Core profit</b>	<b>970</b>	<b>1,003</b>	<b>1,067</b>	6.4%	10.0%
Extra items	0	0	0	na.	na.
<b>Net income</b>	<b>970</b>	<b>1,003</b>	<b>1,067</b>	6.4%	10.0%
EPS (Bt/sh.)	0.06	0.07	0.07	6.4%	10.0%
<b>Ratio analysis</b>					
SG&A to sales (%)	7.1	7.9	7.1		
Operating profit margin (%)	35.7	34.5	37.3		
Net profit margin (%)	23.2	24.9	24.5		

Source: InnovestX Research, BEM

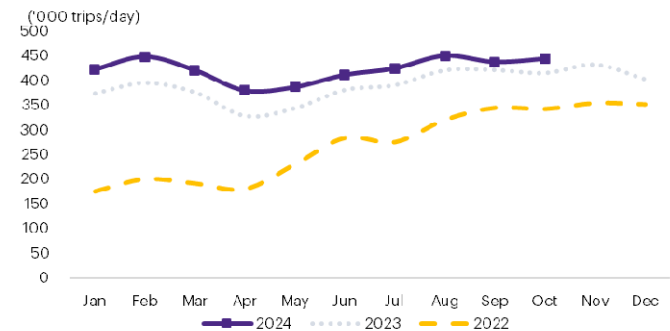
## Appendix

**Figure 2: Expressway traffic**



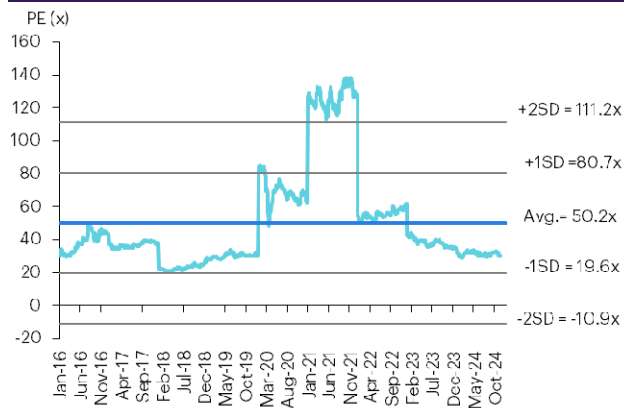
Source: Company data and InnovestX Research

**Figure 3: MRT (Blue line) ridership**



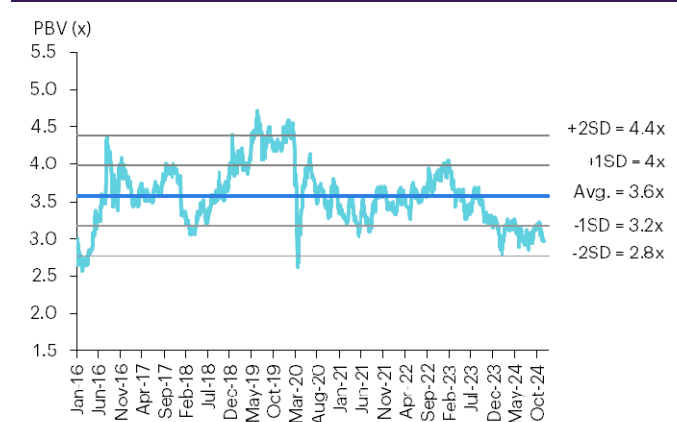
Source: Company data and InnovestX Research

**Figure 4: PE Band**



Source: Company data and InnovestX Research

**Figure 5: PBV Band**



Source: Company data and InnovestX Research

**Figure 6: BEM – SOTP valuation**

	Btmn	Bt/sh	Comment
Toll roads business	51,001	3.3	
Mass transit business	83,360	5.5	
Commercial development business	13,330	0.9	
Investments (CKP & TTW)	12,120	0.8	Market price
<b>Target price</b>	<b>159,810</b>	<b>10.5</b>	

Source: InnovestX Research, BEM

**Figure 7: Valuation summary (Price as of Nov 18, 2024)**

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$m)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F
Guangshen Railway Co Ltd	China	3,100	9.7	9.0	8.5	35.3	7.4	5.5	0.5	0.5	0.5	5.1	5.6	6.1	5.1	5.5	5.6	6.0	5.8	5.6
MTR Corp Ltd	Hong Kong	21,991	12.4	10.3	10.5	75.8	20.9	(2.6)	0.9	0.9	0.8	4.8	4.8	4.9	7.6	9.0	8.5	10.6	9.3	9.4
East Japan Railway Co	Japan	21,350	15.3	14.2	12.0	24.6	8.1	17.9	1.2	1.1	1.0	1.7	2.0	2.2	7.6	7.8	8.4	10.4	9.9	9.3
West Japan Railway Co	Japan	8,315	12.8	11.8	11.2	7.8	9.1	4.8	1.2	1.1	1.0	2.6	3.0	3.1	8.9	9.5	9.4	8.2	7.7	7.5
Bangkok Expressway & Metro PCL	Thailand	3,315	30.8	27.4	25.5	7.8	12.5	7.5	2.9	2.8	2.7	2.0	2.2	2.4	9.8	10.4	10.8	22.1	20.5	19.4
BTS Group Holdings PCL	Thailand	2,254	n.m	95.8	55.2	71.0	165.8	73.8	1.3	1.4	1.3	1.0	1.1	1.7	-0.1	1.3	2.4	36.7	36.8	34.9
<b>Average</b>			<b>16.2</b>	<b>28.1</b>	<b>20.5</b>	<b>37.1</b>	<b>37.3</b>	<b>17.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>	<b>3.4</b>	<b>6.5</b>	<b>7.2</b>	<b>7.5</b>	<b>15.7</b>	<b>15.0</b>	<b>14.4</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 รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กฤษต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงวิจารณญาณของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2024 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSR, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RCP, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG\*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDD, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCT, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TCC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

**Companies with Good CG Scoring**

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KWC, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIJK, XO, XPG, YUASA, ZAA

**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 2023 to 28 October 2024) is publicized.

\*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังเป็นพิเศษ

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับรับรอง)**

2S, AAI, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BRI, BRR, BSBM, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOBAL, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRCP, ITEL, IVL, JAS, JR, JTS, KASET, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MEGA, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MILL, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCE, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SKR, SM, SMIT, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, WPH, XO, YUASA, ZEN

**Declared (ประกาศเจตนา)**

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASAP, B52, BLAND, BYD, CFARM, CHASE, CHG, DEXON, DITTO, ECL, EVER, FLOYD, GREEN, HL, HUMAN, ICN, IHL, IP, ITC, JDF, JMART, K, KJL, LDC, LIT, MITSIB, MJD, MOSHI, NEX, NTSC, PLE, PLUS, POLY, PQS, PRI, PRIME, PROEN, PROUD, PTC, RT, S, SAWAD, SCAP, SCGD, SFT, SHR, SINGER, SINO, SJWD, SKE, SNNP, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TMI, TPAC, TPP, TQM, UOBKH, UREKA, VNG, WELL, WIN, XPG

**N/A**

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BSR, BTC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, 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, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQU, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTV, NUSA, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLT, PMC, PMTA, POLAR, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PRO, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAV, SAWANG, SBNEXT, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD, SMT, SO, SPA, SPCG, SPG, SPCME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STC, STECH, STECON, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUJ, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMAN, TMC, TMW, TNDD, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQU, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, W, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, YGG, YONG, ZAA, ZIGA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of October 14, 2024) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.