

ขนส่งทางบก

SET TRANS index Close: 15/10/2026 229.86 +1.44 / +0.63% Bt2,580mn
Bloomberg ticker: SETTRANS



นโยบายลดค่าโดยสารรถไฟฟ้าจะส่งผลอย่างไร?

รัฐบาลตั้งเป้าเริ่มใช้นโยบายลดค่าโดยสารรถไฟฟ้าในวันที่ 1 ม.ค. 2027 โดยกระทรวงคมนาคมที่เหลืออีก 7 ฉบับ คาดว่าจะแล้วเสร็จภายในเดือนพ.ย. 2026 ขณะที่โครงสร้างการแบ่งปันรายได้จากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นยังอยู่ระหว่างการหารือกับผู้ให้บริการเดินรถไฟฟ้า ภายใต้สมมติฐานการดำเนินงาน เราประเมินว่านโยบายดังกล่าวจะสร้าง upside ต่อกำไรปี 2027F ของ BEM และ BTSGIF ราว 1.3-2.8% และช่วยให้ผลขาดทุนของ BTS ลดลง 8.5% โดยปัจจุบันเรายังไม่ได้รวมผลกระทบเชิงบวกนี้ไว้ในประมาณการของเรา เราเชื่อว่าราคาหุ้นยังไม่ได้สะท้อน upside ดังกล่าว และมองว่านโยบายนี้เป็นปัจจัยบวกต่อกลุ่มขนส่งทางบก โดยความชัดเจนของโครงสร้างการแบ่งปันรายได้จะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นกลุ่มขนส่งทางบก เราเลือก BEM เป็นหุ้นเด่น

สถานะปัจจุบันของกรอบกฎหมาย ครม.มีมติเห็นชอบมาตรการค่าธรรมเนียมรถไฟฟ้า โดยกำหนดค่าแรกเข้าไม่เกิน 17 บาท และเพดานค่าโดยสารสูงสุดไม่เกิน 45 บาทต่อเที่ยว โดยจะเริ่มใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2027 ภายใต้การสนับสนุนเงินอุดหนุนจากรัฐราว 5 พันล.บ./ปี มาตรการนี้จะครอบคลุมเฉพาะผู้โดยสารสัญชาติไทยที่ใช้บัตร EMV ที่ผ่านการยืนยันตัวตนแล้ว กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับค่าธรรมเนียม 17-45 บาทมีความซับซ้อนตามแผน โดยปัจจุบันกฎหมายลูกตัวรวม 13 ฉบับ จากทั้งหมด 20 ฉบับ จัดทำเสร็จแล้ว และเมื่ออิงกับกรอบเวลาของรัฐบาล คาดว่ากฎหมายลูกที่เหลืออีก 7 ฉบับจะแล้วเสร็จภายในเดือนพ.ย. 2026 ขณะที่ผู้ให้บริการเดินรถไฟฟ้ายังอยู่ระหว่างการหารือเกี่ยวกับแนวทางแบ่งปันรายได้ส่วนเพิ่มจากจำนวนผู้โดยสารที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น

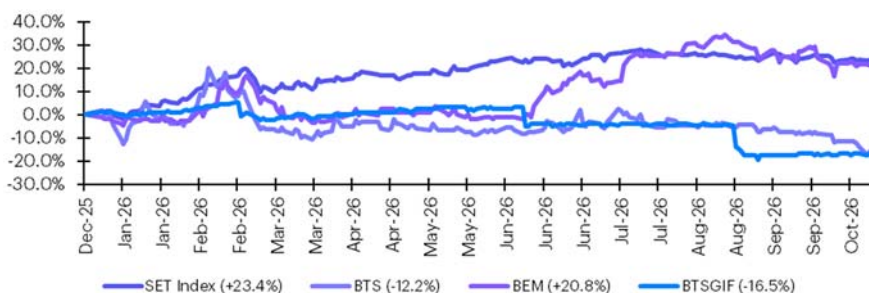
คาดจำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้นอีก 3.5% ผู้โดยสารที่เดินทางด้วยรถไฟฟ้าเพียงสายเดียวจ่ายค่าโดยสารอยู่ในช่วง 17-45 บาทอยู่แล้ว ดังนั้นค่าโดยสารของกลุ่มนี้จะไม่เปลี่ยนแปลง ประโยชน์จากมาตรการดังกล่าวจะตกอยู่กับผู้โดยสารที่ต้องเปลี่ยนสายรถไฟฟ้า เนื่องจากไม่ต้องชำระค่าแรกเข้าแยกสำหรับแต่ละสายอีกต่อไป รวมถึงผู้โดยสารที่ใช้ส่วนต่อขยายสายสีเขียวของ BTS ซึ่งปัจจุบันมีค่าโดยสารสูงกว่า 45 บาทต่อเที่ยว เนื่องจากผู้โดยสารที่เปลี่ยนสายต้องแตะบัตรเข้าใช้บริการในทุกสายที่เดินทาง เราจึงประเมินว่าการเดินทางลักษณะนี้คิดเป็นประมาณ 66% ของจำนวนผู้โดยสารเข้าใช้บริการต่อวันทั้งหมด และจะได้รับประโยชน์จากค่าโดยสารที่ลดลงเฉลี่ยราว 27% ทั้งนี้ในช่วงสัปดาห์ที่เปิดให้ใช้บริการฟรีในเดือนม.ค. 2025 จำนวนผู้โดยสารรวมเพิ่มขึ้น 40% อย่างไรก็ดี เราสมมติให้ผลกระทบจากนโยบายครั้งนี้อยู่ที่เพียงครึ่งหนึ่งของระดับดังกล่าว เนื่องจากช่วงเปิดให้บริการฟรีมีระยะเวลาสั้น ได้รับการประชาสัมพันธ์อย่างเข้มข้น เกิดขึ้นพร้อมกับปัญหาฝุ่น PM2.5 รุนแรง และมีผู้เดินทางเพื่อการพักผ่อนเพิ่มขึ้น เมื่อพิจารณาปัจจัยทั้งหมดร่วมกัน เราคาดว่าจำนวนผู้โดยสารของระบบรถไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นอีก 3.5% โดยได้รับแรงหนุนจากจำนวนผู้โดยสารที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 4.0% สำหรับสายสีเขียวหลัก 3.3% สำหรับ MRT (สายสีน้ำเงิน) และ 5.0% สำหรับสายสีชมพูและสายสีเหลือง

Upside ต่อกำไรอาจอยู่ที่ 1.3-2.8% สำหรับกรณีฐาน กรณีฐานของเรายึดหลักความระมัดระวัง โดยสมมติให้จำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้น 3.5% และภาครัฐได้รับส่วนแบ่ง 50% ของรายได้ส่วนเพิ่ม ภายใต้สมมติฐานดังกล่าว เราคาดว่ากำไรปี 2027F ของ BEM จะมี upside 1.3% และ BTSGIF มี upside 2.8% ขณะที่ผลขาดทุนของ BTS จะลดลง 8.5% ในกรณีที่ худ หากจำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้น 7% และไม่มี การแบ่งรายได้ให้ภาครัฐ กำไรของ BEM จะเพิ่มขึ้น 5.3% และ BTSGIF จะเพิ่มขึ้น 11.3% ขณะที่ผลขาดทุนของ BTS จะลดลงประมาณหนึ่งในสาม อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวมปัจจัยดังกล่าวไว้ในประมาณการปัจจุบัน เนื่องจากยังรอความชัดเจนเกี่ยวกับโครงสร้างการแบ่งปันรายได้จากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น

ความชัดเจนเกี่ยวกับการแบ่งปันรายได้จะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นกลุ่มขนส่งทางบก เรามองว่านโยบายนี้เป็นปัจจัยบวกต่อกลุ่มขนส่งทางบก และเชื่อว่าราคาหุ้นยังไม่ได้สะท้อน upside ที่อาจเกิดขึ้นจากนโยบายนี้ ซึ่งเห็นได้จากผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่มที่ยัง underperform เมื่อเทียบกับ SET นับตั้งแต่ต้นปี ความชัดเจนเกี่ยวกับโครงสร้างการแบ่งปันรายได้จะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อการดำเนินนโยบาย ซึ่งจะเป็ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นราคาหุ้นกลุ่มขนส่งทางบก ในระหว่างนี้ เรายังคงเลือก BEM เป็นหุ้นเด่น โดยให้ราคาเป้าหมายปลายปี 2027F ที่ 8.2 บาท อิงวิธี SoTP เนื่องจากคาดว่ากำไรจะเติบโตได้ดีในปี 2027F ซึ่งเรามองว่าตลาดยังประเมินศักยภาพการเติบโตต่ำเกินไป ขณะที่เรายังแนะนำ NEUTRAL สำหรับ BTS และ BTSGIF

ความเสี่ยงและความกังวล ความกังวลหลักๆ สำหรับกลุ่มขนส่งทางบก คือ การฟื้นตัวของปริมาณการจราจร/จำนวนผู้โดยสาร ความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ความปลอดภัยในการเดินทาง การมองว่าระบบมีความปลอดภัยไม่เพียงพอจะส่งผลให้ปริมาณการจราจร/จำนวนผู้โดยสารลดลง

BEM ให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุดในกลุ่มขนส่งทางบกตั้งแต่ต้นปี 2026 และคาดว่าจะดีต่อเนื่อง



Source: Company data, InnovestX Investment Strategy & Research

ดูข้อสงวนสิทธิ์ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 26F	P/E (x) 27F	P/BV (x) 26F	P/BV (x) 27F
BEM	Outperform	6.4	8.20	31.7	23.6	21.3	2.5	2.4
BTS	Neutral	1.9	2.30	19.8	n.m.	n.m.	0.5	0.5
BTSGIF	Neutral	2.1	2.10	33.0	2.9	2.6	0.7	0.7
Average					13.2	12.0	1.2	1.2

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BEM	(5.2)	(1.6)	24.5	(4.9)	2.0	1.8
BTS	(5.0)	(11.9)	(31.9)	(4.6)	(8.7)	(44.3)
BTSGIF	0.9	(12.3)	(19.5)	1.3	(9.1)	(34.2)

Source: SET, InnovestX Investment Strategy & Research

นักวิเคราะห์

กิตติธส พุทธิภัทร, IAA, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9007

kittisorn.p@innovestx.co.th

1. นโยบายลดค่าโดยสารมีความคืบหน้าไปถึงไหนแล้ว?

กรอบกฎหมายรองรับนโยบายตั๋วร่วมรถไฟฟ้าค่าโดยสาร 17-45 บาท ส่วนใหญ่เสร็จสมบูรณ์แล้ว กฎหมายหลักทั้งสามฉบับมีผลบังคับใช้แล้ว ได้แก่ พ.ร.บ.การบริหารจัดการระบบตั๋วร่วม พ.ร.บ.การขนส่งทางราง และ พ.ร.บ.การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย ฉบับแก้ไข ได้มีผลบังคับใช้แล้วทั้งหมด หลังผ่านการพิจารณาในปี 2025 ภายใต้ พ.ร.บ.การขนส่งทางราง กฎหมายลำดับรอง (กฎหมายลูก) เพื่อกำหนดเพดานอัตราค่าโดยสารร่วมในเขตกรุงเทพมหานครและปริมณฑลได้จัดทำเสร็จแล้ว ขณะที่ พ.ร.บ.การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย ฉบับแก้ไข ไม่จำเป็นต้องออกกฎหมายลูกเพิ่มเติม อย่างไรก็ตาม งานที่ยังเหลืออยู่เป็นส่วนหนึ่งของ พ.ร.บ.การบริหารจัดการระบบตั๋วร่วม โดย ณ วันที่ 22 ก.ย. 2026 ได้มีการออกกฎหมายลูกที่จำเป็นแล้ว 13 ฉบับจากทั้งหมด 20 ฉบับ สำนักงานนโยบายและแผนการขนส่งและจราจร (สนข.) คาดการณ์ว่ากฎหมายลูก 7 ฉบับสุดท้ายจะจัดทำเสร็จภายในเดือนพ.ย. 2026 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่สอดคล้องกับกำหนดการของศูนย์บริหารจัดการรายได้กลาง (clearing house) และจะเสร็จสิ้นก่อนที่จะมีการทดสอบระบบในเดือนธ.ค. 2026 เราคาดว่าพัฒนาการดังกล่าวถือเป็นความคืบหน้าเชิงบวกต่อการเปิดให้บริการระบบตั๋วร่วมในวันที่ 1 ม.ค. 2027 อย่างไรก็ตาม โอกาสที่จะเกิดความล่าช้าขึ้นมีน้อยมาก เนื่องจากหากมีการออกกฎหมายลูกล่าช้า จะเหลือเวลาเพียงเล็กน้อยสำหรับการทดสอบระบบก่อนถึงวันเปิดใช้งานจริง

จากการหารือกับผู้ให้บริการเดินรถไฟฟ้า เราพบว่ารูปแบบการแบ่งผลประโยชน์จากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นภายใต้นโยบายลดค่าโดยสารยังอยู่ระหว่างการหารือ และยังไม่ชัดเจนในปัจจุบัน

Figure 1: กรอบกฎหมายรองรับนโยบายลดค่าโดยสาร 17-45 บาท

กฎหมายที่เกี่ยวข้อง	พ.ร.บ.การบริหารจัดการระบบตั๋วร่วม พ.ศ. 2568 (2025)	พ.ร.บ.การขนส่งทางราง พ.ศ. 2568 (2025)	พ.ร.บ. การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย พ.ศ. 2543 (2000) และที่แก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2568 (2025)
สถานะของกฎหมายหลัก	มีผลบังคับใช้แล้ว	มีผลบังคับใช้แล้ว	มีผลบังคับใช้แล้ว
กฎหมายลูกที่จำเป็นต้องจัดทำ	20	กฎหมายลูกเกี่ยวกับการกำหนดเพดานค่าโดยสารร่วมในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑลจัดทำเสร็จแล้ว	ไม่ต้องจัดทำกฎหมายลูกเพิ่มเติม
กฎหมายลูกที่ออกแล้ว	13		
กฎหมายลูกที่เหลืออยู่	7		
สถานะปัจจุบัน	สำนักงานนโยบายและแผนการขนส่งและจราจร (สนข.) คาดว่ากฎหมายลูกทั้งหมดจะประกาศใช้ภายในเดือน พ.ย. 2026		
ข้อมูล ณ วันที่	22 ก.ย. 26	5 ต.ค. 26	

Source: Office of Transport and Traffic Policy, Department of Rail Transport, InnovestX Investment Strategy & Research

หลักการดำเนินงานของตั๋วร่วม 17-45 บาท

เมื่อวันที่ 23 มิ.ย. 2026 ครม.ได้มีมติเห็นชอบมาตรการตั๋วร่วมรถไฟฟ้าราคา 17-45 บาท ต่อเนื่องสำหรับรถไฟฟ้าทุกสาย โดยตั้งเป้าเริ่มใช้ในวันที่ 1 ม.ค. 2027 อัตราค่าโดยสารยังคงคิดตามระยะทาง แต่มีการกำหนดเพดานราคารวมไว้ที่ไม่เกิน 45 บาทต่อเที่ยว และจะเก็บค่าแรกเข้าเพียงครั้งเดียว แม้ว่าผู้โดยสารจะเปลี่ยนสาย ทั้งนี้ คาดว่ารัฐบาลจะจัดสรรเงินอุดหนุนประมาณ 5 พันลบ.ต่อปี เพื่อชดเชยส่วนต่างค่าโดยสาร ทั้งนี้ อัตราค่าโดยสารพิเศษนี้จะใช้ได้เฉพาะกับผู้โดยสารชาวไทยที่ใช้บัตร EMV ที่ผ่านการยืนยันตัวตนแล้วเท่านั้น

เราคาดว่ารายละเอียดของกลไกการดำเนินนโยบายมีความสำคัญมากกว่าตัวเลขค่าโดยสารที่ประกาศ เนื่องจากอัตราค่าโดยสารในปัจจุบันของรถไฟฟ้าส่วนใหญ่อยู่ภายในช่วง 17-45 บาทอยู่แล้ว ผู้โดยสารที่เดินทางด้วยรถไฟฟ้าเพียงสายเดียวจึงแทบจะไม่เกิดการเปลี่ยนแปลงของค่าโดยสาร การประหยัดค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่จะมาจากการยกเลิกการเก็บค่าแรกเข้าซ้ำซ้อนเมื่อมีการเปลี่ยนสาย ซึ่งหมายความว่านโยบายนี้จะเอื้อประโยชน์แก่ผู้ที่เดินทางระยะไกลหรือผู้ที่ใช้รถไฟฟ้าหลายสายเป็นหลัก

Figure 2: สรุปภาพรวมนโยบายตั๋วร่วมรถไฟฟ้า 17-45 บาท

ตั๋วร่วม 17-45 บาท	
หลักเกณฑ์การคิดค่าโดยสาร	คิดตามระยะทาง โดยกำหนดเพดานค่าโดยสาร
ค่าโดยสารต่อเที่ยว	ขั้นต่ำ 17 บาท สูงสุด 45 บาท
ค่าแรกเข้า	จ่ายครั้งเดียวต่อการเดินทาง
ผู้มีสิทธิใช้งาน	บุคคลสัญชาติไทย, บัตร EMV ที่ผ่านการยืนยันตัวตน
สถานะ	ครม.มีมติเห็นชอบเมื่อ 23 มิ.ย. 2026
เป้าหมายเริ่มใช้	1 ม.ค. 2027
เงินอุดหนุนต่อปี	ประมาณ 5 พันลบ./ปี
ผู้ได้รับประโยชน์สูงสุด	เดินทางระยะไกล, เดินทางข้ามสาย

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

2. การประเมินผลกระทบต่อจำนวนผู้โดยสาร

หมายเหตุเกี่ยวกับคำศัพท์ ผู้ให้บริการเดินรถไฟฟ้ารายงานจำนวนผู้โดยสารในรูปของ entries หรือจำนวนครั้งที่มีการแตะบัตรผ่านประตูเข้าสถานี กล่าวคือ ผู้โดยสารที่เปลี่ยนสายจาก MRT (สายสีน้ำเงิน) ไป BTS สายสีเขียว จะต้องแตะบัตร 2 ครั้ง และจะถูกนับเป็นผู้โดยสารของทั้งสองสาย ในบทวิเคราะห์นี้ เราใช้คำว่า entries สำหรับจำนวนครั้งของการแตะบัตรดังกล่าว และใช้คำว่า journeys สำหรับการเดินทางจากต้นทางถึงปลายทาง ซึ่งอาจประกอบด้วยมากกว่าหนึ่ง entry ตัวเลขการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารที่เราใช้หมายถึงการเติบโตของ entries ซึ่งเป็นเกณฑ์เดียวกับที่ผู้ให้บริการเดินรถไฟฟ้าใช้รายงานจำนวนผู้โดยสารและรับรู้รายได้ค่าโดยสาร

ขั้นตอนที่ 1: ผู้โดยสาร 66% จะจ่ายค่าโดยสารลดลง

โครงสร้างค่าโดยสารปัจจุบันอยู่ภายในช่วง 17-45 บาท อยู่แล้ว

มีเพียง BTS เท่านั้นที่มีโครงสร้างค่าโดยสารสูงเกินเพดาน 45 บาท โดยปัจจุบันคิดค่าโดยสารอยู่ที่ 17-65 บาท หลังจากปรับจากระบบค่าโดยสารแบบอัตราเดียวมาเป็นระบบคิดตามระยะทางในเดือนพ.ย. 2025 (สำหรับส่วนต่อขยายสายสีเขียว) ขณะที่ MRT สายสีน้ำเงินมีค่าโดยสาร 17-44 บาท, สายสีเหลือง 15-45 บาท, สายสีชมพู 15-45 บาท และ ARL 15-45 บาท ซึ่งแทบไม่แตกต่างจากช่วงค่าโดยสารใหม่ที่กำหนดไว้ที่ 17-45 บาท ดังนั้น ผู้โดยสารที่ใช้บริการรถไฟฟ้าเพียงสายเดียวจะได้รับประโยชน์จากการลดค่าโดยสารค่อนข้างจำกัดหรือแทบไม่มีเลย ยกเว้นผู้โดยสาร BTS ที่เดินทางในระยะทางไกลที่สุด

Figure 3: ช่วงค่าโดยสาร 17-45 บาท ใกล้เคียงกับโครงสร้างค่าโดยสารที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน

สายรถไฟฟ้า	ผู้ให้บริการ	ค่าโดยสารปัจจุบัน (บาท/เที่ยว)	ค่าโดยสารใหม่ (บาท/เที่ยว)	การเปลี่ยนแปลงของค่าโดยสารสูงสุด
BTS (สายสีเขียว รวมส่วนต่อขยาย)	BTS / BTS/GIF	17-65	17-45	-31%
MRT (สายสีน้ำเงิน)	BEM	17-44	17-45	0%
สายสีเหลือง	BTS (EBM)	15-45	17-45	0%
สายสีชมพู	BTS (NBM)	15-45	17-45	0%
Airport Rail Link	AERA1	15-45	17-45	0%
สายสีม่วง	BEM (O&M)	สูงสุด 40 บาทต่อวัน	17-45	n.m.
สายสีแดง	SRTET	สูงสุด 40 บาทต่อวัน	17-45	n.m.
สายสีทอง	BTS (O&M)	17 บาทตลอดสาย	17-45	n.m.

Source: Company data, MRTA, InnovestX Investment Strategy & Research

ฐานข้อมูลที่เราใช้ในการวิเคราะห์คือจำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยต่อวันในช่วงเดือนม.ค.-ส.ค. 2026 ซึ่งระบบรถไฟฟ้ามี entries หรือจำนวนครั้งที่แตะบัตรเข้าสถานีรวม 1.4 ล้านครั้งต่อวัน คิดเป็นประมาณ 1 ล้าน journeys หรือเกี่ยวกับการเดินทางต่อวัน เนื่องจากผู้โดยสารที่เปลี่ยนสายจะต้องแตะบัตรเข้าในทุกสายที่ใช้เดินทาง เราใช้ค่าเฉลี่ยจากทุกวันไม่ได้จำกัดเฉพาะวันทำงาน เพราะการลดค่าใช้ช่วยให้การเปลี่ยนสายอาจช่วยกระตุ้นการเดินทางในช่วงวันหยุดสุดสัปดาห์ได้ด้วย ผู้โดยสารที่ได้ประโยชน์จากนโยบายนี้แบ่งออกเป็น 3 กลุ่มหลัก กลุ่มแรกคือผู้โดยสารที่มีการเปลี่ยนสาย จำนวน 361,000 journeys (เที่ยวเดินทาง) ต่อวัน หรือคิดเป็น 37% ของ journeys ทั้งหมด (อ้างอิง Figure 5) ผู้โดยสารกลุ่มนี้จะต้องเสียค่าแรกเข้าแยกในแต่ละสายอีกต่อไป และเนื่องจากต้องแตะบัตรในทุกสายที่ใช้เดินทาง จึงคิดเป็นจำนวน entries รวม 755,000 ครั้งต่อวัน กลุ่มที่สองคือผู้โดยสาร BTS สายสีเขียวส่วนต่อขยายที่เดินทางเข้าสู่โครงข่ายหลัก จำนวน 139,000 journeys ต่อวัน โดยแตะบัตรเพียงครั้งเดียว ปัจจุบันผู้โดยสารกลุ่มนี้จ่ายค่าโดยสารเฉลี่ยราว 56 บาท ซึ่งสูงกว่าเพดานใหม่ที่ 45 บาท ตัวเลข 139,000 journeys ต่อวันเท่ากับจำนวนเที่ยวเดินทางบนส่วนต่อขยายที่แสดงใน Figure 4 เนื่องจากเราใช้สมมติฐานว่าผู้โดยสารบนส่วนต่อขยายประมาณครึ่งหนึ่งจะเดินทางเข้าสู่โครงข่ายหลัก กลุ่มที่สามคือผู้โดยสารรถไฟฟ้าสายสีทองที่เชื่อมต่อการเดินทางไปยัง BTS สายสีเขียว จำนวน 7,000 journeys ต่อวัน หรือคิดเป็น 13,000 entries ต่อวัน โดยรวมแล้วจากจำนวน entries ทั้งหมด 1.4 ล้านครั้งต่อวันในปัจจุบัน มีประมาณ 907,000 ครั้ง หรือราวสองในสามของทั้งหมด มาจากการเดินทางที่จะจ่ายค่าโดยสารถูกลงภายใต้นโยบายใหม่นี้ (Figure 4) ขณะที่ผู้โดยสารที่ใช้รถไฟฟ้าเพียงสายเดียวจะยังคงจ่ายค่าโดยสารใกล้เคียงกับอัตราปัจจุบัน

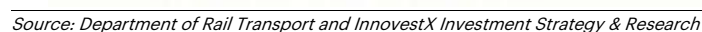
Figure 4: จำนวนผู้โดยสารและจำนวน entries ของการเดินทางที่จ่ายค่าโดยสารถูกลงแยกตามสาย

สายรถไฟฟ้า	Entries ต่อวัน	Entries ของการเดินทางที่จ่ายค่าโดยสารถูกลง	สัดส่วนต่อ entries ทั้งหมด
BTS สายสีเขียว (ทั้งโครงข่าย)	676,143	405,116	60%
สายสีเขียวหลัก	537,042		
ส่วนต่อขยาย	139,101		
MRT (สายสีน้ำเงิน)	421,427	258,906	61%
สายสีชมพู	66,284	55,287	83%
Airport Rail Link	65,759	54,998	84%
สายสีม่วง	62,553	55,035	88%
สายสีเหลือง	45,483	40,116	88%
สายสีแดง	34,917	31,324	90%
สายสีทอง	8,285	6,628	80%
รวม	1,380,851	907,412	66%

หมายเหตุ: จำนวน entries สายสีเขียวหลักของ BTS อ้างอิงข้อมูลจาก BTS/GIF ขณะที่จำนวนเที่ยวเดินทางบนสายส่วนต่อขยายคำนวณจากจำนวน entries ทั้งโครงข่ายหลักด้วยจำนวน entries สายสีเขียวหลัก โดยเราใช้สมมติฐานว่าผู้โดยสารบนสายส่วนต่อขยาย 50% เดินทางต่อเข้าสู่สายสีเขียวหลัก ซึ่งปัจจุบันมีค่าโดยสารเฉลี่ยประมาณ 56 บาทต่อเที่ยว ส่วนจำนวน entries ของสายสีทองคำนวณจากยอดรวมรายเดือนในเดือนส.ค. 2026 หารด้วย 31 วัน

Source: Department of Rail Transport and InnovestX Investment Strategy & Research

สัดส่วนการเดินทางของผู้โดยสารรถไฟฟ้าในกรุงเทพมหานคร



รถไฟฟ้าสายสีเขียวของ BTS มีสัดส่วนผู้โดยสารเดินทางภายในสายสูงถึง 85% อย่างไรก็ตาม รถไฟฟ้าสายรอง (feeder line) ทุกสายกลับป้อนผู้โดยสาร 75% หรือมากกว่าไปยังสายอื่น โดยสายสีม่วงมีการส่งต่อผู้โดยสาร 84% ARL 79% สายสีเหลือง 76% และสายสีชมพู 75% ในขณะที่ MRT สายสีน้ำเงินมีสัดส่วนการส่งต่อผู้โดยสารอยู่ที่ 49% ซึ่งจัดเป็นจุดเชื่อมต่อสำคัญของการเดินทางข้ามสาย

ขั้นตอนที่ 2: คาดค่าโดยสารลดลงเฉลี่ย 27%

สำหรับแต่ละเส้นทาง เรานำค่าโดยสารเฉลี่ยในปัจจุบันของทุกสายที่ผู้โดยสารใช้มารวมกัน แล้วเปรียบเทียบกับเพดานค่าโดยสารใหม่ที่ 45 บาท ตัวอย่างเช่น การเดินทางที่เปลี่ยนจาก MRT สายสีน้ำเงิน ไป BTS สายสีเขียว ซึ่งเป็นเส้นทางที่มีปริมาณผู้โดยสารมากที่สุด คิดเป็น 217,000 entries ต่อวัน ปัจจุบันมีค่าโดยสารเฉลี่ย 63.3 บาทต่อเที่ยว แต่หลังการปรับใช้นโยบายใหม่ ค่าโดยสารจะลดลงเหลือ 45 บาท หรือลดลง 29% ส่วนการเดินทางจากสายสีม่วงไปยัง BTS สายสีเขียวซึ่งใช้รถไฟฟ้า 3 สายจะประหยัดได้ 46% ด้านผู้โดยสารส่วนต่อขยายจะประหยัดได้ประมาณ 20% และผู้โดยสารสายสีทองประหยัดได้ 11% เมื่อนำอัตราค่าโดยสารของแต่ละเส้นทางมาถ่วงเฉลี่ยโดยให้น้ำหนักตามจำนวน entries ของแต่ละเส้นทาง จะได้ส่วนลดค่าโดยสารเฉลี่ยอยู่ที่ 27% ทั้งนี้ การให้น้ำหนักตามจำนวน entries มีความเหมาะสม เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารถูกนับในรูปของ entries ดังนั้นการเดินทางที่ใช้รถไฟฟ้า 3 สาย ซึ่งเป็นกลุ่มที่ได้รับส่วนลดมากที่สุด จะถูกนับเป็น 3 entries

Figure 6: เส้นทางที่มีปริมาณผู้โดยสารสูงสุดและส่วนต่างค่าโดยสารที่ประหยัดได้

เส้นทาง	จำนวนสายที่ใช้	Entries ต่อวัน	ค่าโดยสารปัจจุบัน	ค่าโดยสารใหม่	ลดลง
MRT (สายสีน้ำเงิน) ไป BTS สายสีเขียว	2	216,694	63.3 บาท	45 บาท	-29%
BTS สายสีเขียว ไป MRT (สายสีน้ำเงิน)	2	68,642	63.3 บาท	45 บาท	-29%
Airport Rail Link ไป BTS สายสีเขียว	2	60,465	63.6 บาท	45 บาท	-29%
สายสีชมพู ไป BTS สายสีเขียว	2	53,663	65.0 บาท	45 บาท	-31%
สายสีม่วง ไป BTS สายสีเขียว	3	31,011	83.3 บาท	45 บาท	-46%
BTS สายสีเขียว ไป สายสีชมพู	2	29,418	65.0 บาท	45 บาท	-31%
MRT (สายสีน้ำเงิน) ไป สายสีเหลือง	2	31,867	61.5 บาท	45 บาท	-27%
เส้นทางข้ามสายอื่นๆ ทั้งหมด	2-3	263,295		45 บาท	
ส่วนต่อขยาย BTS สายสีเขียว เข้าสู่สายหลัก	1	139,101	56.0 บาท	45 บาท	-20%
สายสีทอง ไป BTS สายสีเขียว	2	13,256	50.6 บาท	45 บาท	-11%
รวม		907,412			-27%

Source: Company data, Department of Rail Transport, InnovestX Investment Strategy & Research

ขั้นตอนที่ 3: กรณีฐานของเราชี้ว่าจำนวนผู้โดยสารจะเพิ่มขึ้น 3.5%

เราเชื่อว่าคำถามสำคัญสำหรับนักลงทุนคือจำนวนผู้โดยสารจะเพิ่มขึ้นมากน้อยเพียงใดหลังจากใช้นโยบายลดค่าโดยสาร เราใช้ข้อมูลจากช่วงที่มีการให้บริการรถไฟฟ้าฟรี 7 วันในเดือนม.ค. 2025 ซึ่งถือเป็นกรณีศึกษาที่ใกล้เคียงที่สุดกับการทดสอบนโยบายในสถานการณ์จริงของระบบรถไฟฟ้า จากนั้นจึงนำผลลัพธ์ที่ได้มาปรับให้สอดคล้องกับระดับการประหยัดค่าโดยสารจริงภายใต้นโยบายค่าโดยสาร 17-45 บาท

ทั้งนี้ ผู้บริหาร BTS ประเมินว่านโยบายค่าโดยสาร 17-45 บาทจะช่วยผลักดันจำนวนผู้โดยสารรวมของระบบรถไฟฟ้าทั้งเครือข่ายให้เติบโต 10-20% ขณะที่ภาครัฐมีมุมมองเชิงอนุรักษ์นิยมมากกว่า โดยคาดว่าจำนวนผู้โดยสารจะเพิ่มขึ้นราว 10%

ผลกระทบต่อจำนวนผู้โดยสารในช่วงที่มีการให้บริการรถไฟฟ้าฟรี 7 วันในเดือน ม.ค. 2025

มาตรการให้บริการขนส่งสาธารณะฟรีเป็นเวลา 7 วัน ได้ถูกนำมาใช้ระหว่างวันที่ 25-31 ม.ค. 2025 โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อรับมือกับปัญหามลพิษ PM2.5 ที่รุนแรงในกรุงเทพฯ โดยอ้างอิงข้อมูลจากสื่อท้องถิ่น มาตรการดังกล่าวส่งผลให้จำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าทั้งระบบเพิ่มขึ้น 39.6% (จาก 10.4 ล้านเที่ยว ในช่วงวันที่ 18-24 ม.ค. เป็น 14.5 ล้านเที่ยว ในช่วงวันที่ 25-31 ม.ค.)

ในวันอาทิตย์ที่ 26 ม.ค. 2025 เครือข่ายรถไฟฟ้ามีจำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยเพิ่มขึ้น 60.9% เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของวันอาทิตย์ 3 วันก่อนหน้าในเดือน ม.ค. ขณะที่จำนวนผู้โดยสารของแต่ละสายปรับเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยสายสีแดงเพิ่มขึ้น 72.4% สายสีน้ำเงินเพิ่มขึ้น 48.4% สายสีม่วงเพิ่มขึ้น 46.8% BTS สายสีเขียวเพิ่มขึ้น 62.5% สายสีทองเพิ่มขึ้น 153.1% สายสีเหลืองเพิ่มขึ้น 114.5% สายสีชมพูเพิ่มขึ้น 122.4% และ Airport Rail Link เพิ่มขึ้น 34.4%

Figure 7: จำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทุกสายในช่วงเดินทางฟรี 7 วัน ในเดือน ม.ค. 2025

	การเพิ่มขึ้นเทียบกับค่าเฉลี่ยของวันอาทิตย์	
	3 วันก่อนหน้า	จำนวนผู้โดยสาร ณ วันที่ 26 ม.ค. (เที่ยว)
Airport Rail Link	34.4%	69,199
สายสีแดง	72.4%	43,083
สายสีน้ำเงิน	48.4%	417,740
สายสีม่วง	46.8%	55,164
สายสีเขียว (ทั้งโครงข่าย)	62.5%	805,591
สายสีทอง	153.1%	16,470
สายสีเหลือง	114.5%	64,662
สายสีชมพู	122.4%	77,713

Source: Bangkok Post

ในช่วงที่มีการให้บริการรถไฟฟ้าฟรี 7 วันในเดือนม.ค. 2025 จำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้น 39.6% จากการที่ค่าโดยสารลดลง 100% ซึ่งสะท้อนถึง fare elasticity หรือความไวของความต้องการเดินทางต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าโดยสารที่ประมาณ 0.4 โดยเราได้ตรวจสอบตัวเลขดังกล่าวกับข้อมูลรายวันจากกรมการขนส่งทางรางแล้ว อย่างไรก็ตาม ช่วงให้บริการฟรีดังกล่าวมีระยะเวลาสั้น มีการประชาสัมพันธ์อย่างเข้มข้น เกิดขึ้นพร้อมกับปัญหาฝุ่น PM2.5 ในระดับรุนแรง และดึงดูดการเดินทางเพื่อการพักผ่อนบางส่วน ซึ่งอาจไม่เกิดขึ้นภายใต้นโยบายค่าโดยสาร 17-45 บาท ดังนั้น ในกรณีฐานของเรา จึงปรับลดค่า fare elasticity ลงครึ่งหนึ่งเหลือ 0.2 กล่าวอีกนัยหนึ่ง การลดค่าโดยสารเฉลี่ย 27% จะส่งผลให้จำนวน entries ของกลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากนโยบายเพิ่มขึ้นประมาณ 5% เมื่อนำไปใช้กับจำนวน entries 907,000 ครั้งต่อวันที่จ่ายค่าโดยสารถูกลง จะทำให้มี entries เพิ่มขึ้นราว 48,000 ครั้งต่อวัน หรือคิดเป็นการเติบโต 3.5% เมื่อเทียบกับจำนวน entries ปัจจุบันที่ 1.4 ล้านครั้งต่อวัน นอกจากนี้ เรายังนำเสนอกรณีที่ใช้ผลตอบแทนเพิ่มเติมรูปแบบจากช่วงทดลองใช้ฟรี และกรณีส่วนลด 75% ควบคู่ไปกับกรณีฐานเพื่อให้นักลงทุนสามารถประเมินความเหมาะสมของสมมติฐานส่วนลดดังกล่าวได้ด้วยตนเอง

Figure 8: จากการลดค่าโดยสารสู่การเติบโตของจำนวนผู้โดยสารภายใต้ผลตอบแทนต่อค่าโดยสาร 3 รูปแบบ

ขั้นตอน	ผลตอบแทนจากการเดินทางฟรี เต็มจำนวน (ส่วนลด 0%)	ส่วนลด 50% (กรณีฐาน)	ส่วนลด 75%
ขั้นตอน 1			
จำนวน Entries ทั้งหมด (ต่อวัน)	1.4mn	1.4mn	1.4mn
Entries ของการเดินทางที่จ่ายค่าโดยสารถูกลง (ต่อวัน)	907k	907k	907k
(i) สัดส่วนผู้โดยสารที่ได้รับประโยชน์จากค่าโดยสารที่ลดลง	66%	66%	66%
ขั้นตอน 2			
(ii) อัตราค่าโดยสารลดลงเฉลี่ย (ถ่วงน้ำหนักตาม entries)	27%	27%	27%
ขั้นตอน 3			
Fare elasticity ในช่วงเดินทางฟรี	0.4	0.4	0.4
% ส่วนลด	0%	50%	75%
(iii) Fare elasticity	0.4	0.2	0.1
การเติบโตของจำนวนผู้โดยสารส่วนเพิ่ม (i) x (ii) x (iii)	7.0%	3.5%	1.7%

Source: Department of Rail Transport, InnovestX Investment Strategy & Research

3. ผลกระทบต่อรถไฟฟ้าแต่ละสาย: จำนวนผู้โดยสารและผลประกอบการ

เราประเมินการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารโดยอ้างอิงข้อมูลที่มีการเผยแพร่ 3 ชุด ได้แก่ ข้อมูลจำนวนผู้โดยสารรายวันแยกตามสายจากกรมการขนส่งทางราง รูปแบบการเดินทางของผู้โดยสารภายในเครือข่ายรถไฟฟ้า และผลตอบแทนต่อค่าโดยสารที่วัดได้ในช่วงสัปดาห์เดินทางฟรีของประเทศไทยในเดือนม.ค. 2025 โดยข้อสมมติฐานเพียงประการเดียวในกรณีฐานของเราคือการปรับลดผลตอบแทนต่อค่าโดยสารช่วงสัปดาห์เดินทางฟรีลงครึ่งหนึ่ง ด้วยเหตุผลตามที่ระบุไว้ในขั้นตอนที่ 3

Figure 9: การเติบโตของจำนวนผู้โดยสารส่วนเพิ่มแยกตามสายรถไฟฟ้า

สาย	ใช้ผลตอบแทนจากช่วงเดินทางฟรีเต็มจำนวน	ส่วนลด 50% (กรณีฐาน)	ส่วนลด 75%
สายสีเหลือง	10.1%	5.1%	2.5%
สายสีชมพู	10.0%	5.0%	2.5%
Airport Rail Link	9.3%	4.6%	2.3%
สายสีเขียวหลัก	8.1%	4.0%	2.0%
สายสีม่วง	8.0%	4.0%	2.0%
สายสีแดง	7.7%	3.9%	1.9%
MRT (สายสีน้ำเงิน)	6.6%	3.3%	1.7%
BTS สายสีเขียว ทั้งเครือข่าย	6.4%	3.2%	1.6%
ทั้งระบบ	7.0%	3.5%	1.7%

Source: Department of Rail Transport, InnovestX Investment Strategy & Research

อันดับการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารของรถไฟฟ้าแต่ละสายยังคงมีทิศทางสอดคล้องกันในทุกกรณีศึกษา เนื่องจากปัจจัยสำคัญที่ขับเคลื่อนการเติบโตไม่ใช่จำนวนผู้โดยสารเดิมของแต่ละสาย แต่เป็นสัดส่วนผู้โดยสารที่ต้องเปลี่ยนสายระหว่างการเดินทาง ดังนั้นรถไฟฟ้าสายที่ทำหน้าที่เป็นสายป้อนผู้โดยสาร (feeder lines) จึงได้รับประโยชน์มากที่สุด โดยในกรณีฐาน เราคาดว่าสายสีเหลืองและสายสีชมพูจะมีจำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้นสูงสุดที่ประมาณ 5.0% ขณะที่ ARL จะเพิ่มขึ้นประมาณ 4.6% สะท้อนว่าผู้โดยสารมากกว่า 75% ของสายเหล่านี้ต้องเดินทางต่อไปยังรถไฟฟ้าสายอื่น

อย่างไรก็ตาม ประเด็นที่สำคัญที่สุดคือการเปรียบเทียบระหว่าง BTS สายสีเขียวหลัก (สินทรัพย์อ้างอิงของ BTS/GIF) กับ MRT (สายสีน้ำเงิน) โดยเราคาดว่าสายสีเขียวหลักจะมีจำนวนผู้โดยสารเติบโตประมาณ 4.0% สูงกว่า MRT สายสีน้ำเงินที่ประมาณ 3.3% แม้ว่าสายสีเขียวหลักจะมีฐานผู้โดยสารเดิมที่ใหญ่กว่าก็ตาม ในเชิงปริมาณ BTS สายสีเขียวหลักจะมี entries เพิ่มขึ้นมากกว่า MRT (สายสีน้ำเงิน) ถึง 1.6 เท่า ขณะที่ฐานผู้โดยสารเดิมมีขนาดใหญ่กว่าเพียง 1.3 เท่า

Figure 10: Entries ที่เพิ่มขึ้น: BTS สายสีเขียวหลัก เทียบกับ MRT (สายสีน้ำเงิน)

แหล่งที่มาของ entries ที่เพิ่มขึ้นในแต่ละสาย	สายสีเขียวหลัก	MRT (สายสีน้ำเงิน)
MRT (สายสีน้ำเงิน) ไป BTS สายสีเขียว	6,202	6,202
ส่วนต่อขยาย BTS สายสีเขียว เข้าสู่สายหลัก	5,410	-
BTS สายสีเขียว ไป MRT (สายสีน้ำเงิน)	1,965	1,965
ARL ไป BTS สายสีเขียว	1,751	-
สายสีชมพู ไป BTS สายสีเขียว	1,635	-
สายสีม่วง ไป BTS สายสีเขียว (ผ่านสายสีน้ำเงิน)	941	941
เส้นทางอื่นๆ ทั้งหมด	3,724	4,823
Entries ในปัจจุบัน	21,627	13,931
Entries ปีปัจจุบัน	537,042	421,427
การเติบโตของ entries	4.0%	3.3%

Source: Department of Rail Transport, InnovestX Investment Strategy & Research

ปัจจัยหลักที่ทำให้การเติบโตของทั้งสองสายแตกต่างกันมีอยู่ 2 ประการ โดย MRT (สายสีน้ำเงิน) ได้รับประโยชน์ในฐานะเส้นทางผ่าน เป็นหลัก กล่าวคือ ระบบจะนับ entries ทุกครั้งที่ผู้โดยสารเดินทางผ่านสายนี้ แต่มีผู้โดยสารจำนวนไม่มากที่มีจุดหมายปลายทางอยู่บน MRT สายสีน้ำเงินโดยตรง นอกจากนี้ ผู้โดยสาร BTS สายสีเขียวเพียง 7% เดินทางไปยัง MRT สายสีน้ำเงิน ขณะที่ผู้โดยสารที่เดินทางจาก MRT สายสีน้ำเงินไปยัง BTS สายสีเขียวมีสัดส่วนสูงถึง 34% ในทางกลับกัน BTS สายสีเขียวหลักได้รับประโยชน์ในฐานะจุดหมายปลายทาง โดยเป็นปลายทางของผู้โดยสารที่เดินทางมาจากสายสีชมพู, ARL, สายสีม่วง และ MRT สายสีน้ำเงิน นอกจากนี้ BTS สายสีเขียวยังได้รับอานิสงส์จากผู้โดยสารอีกกลุ่มหนึ่งที่ MRT สายสีน้ำเงินไม่ได้รับ นั่นคือผู้โดยสารจากส่วนต่อขยายของ BTS เอง ซึ่งปัจจุบันต้องจ่ายค่าโดยสารสูงกว่าเพดาน 45 บาท และคิดเป็นประมาณหนึ่งในสี่ของ entries ใหม่ทั้งหมดของสายสีเขียวหลัก ขณะที่โครงสร้างค่าโดยสารของ MRT สายสีน้ำเงินอยู่ที่ 17-44 บาท ซึ่งอยู่ภายใต้เพดานค่าโดยสารใหม่อยู่แล้ว

ข้อมูลจากช่วงเดินทางฟรี 7 วันยังชี้ให้เห็นแนวโน้มเดียวกัน โดยในช่วงเวลาดังกล่าว จำนวนผู้โดยสารของสายสีเขียวเพิ่มขึ้น 89% และสายสีชมพูเพิ่มขึ้น 81% เทียบกับ 40% สำหรับ BTS และ 34% สำหรับ MRT สายสีน้ำเงิน สะท้อนว่าผู้โดยสารของสายป้อน (feeder lines) มักเดินทางไกลกว่า มีการจ่ายค่าโดยสารสูงกว่า และมีทางเลือกในการเดินทางมากกว่า จึงตอบสนองต่อการลดค่าโดยสารได้มากกว่า ทั้งนี้ รูปแบบดังกล่าวปรากฏชัดในข้อมูลที่เกิดขึ้นจริง ไม่ได้เป็นเพียงผลลัพธ์จากแบบจำลองที่เราจัดทำขึ้นเท่านั้น

ค่ากำไรมี upside 1.3-2.8% ภายใต้กรณีฐาน; ขาดทุนสุทธิของ BTS ลดลง 8.5%

ภายใต้กรณีฐานที่ยึดหลักความระมัดระวังของเรา ซึ่งใช้สมมติฐานว่าจำนวนผู้โดยสารทั้งระบบเพิ่มขึ้น 3.5% และภาครัฐแบ่งรายได้ส่วนเพิ่มไปครึ่งหนึ่ง นโยบายค่าโดยสาร 17-45 บาทจะช่วยหนุนให้กำไรปี 2027F ของ BEM ปรับขึ้นได้ 1.3% และ BTSGIF ปรับขึ้นได้ 2.8% ขณะที่จะช่วยลดขาดทุนสุทธิของ BTS ลงได้ 8.5% ส่วนในกรณีที่สุดซึ่งใช้สมมติฐานจำนวนผู้โดยสารเติบโต 7.0% สอดคล้องกับผลตอบแทนเต็มจำนวนในช่วงสัปดาห์เดินทางฟรี และผู้ให้บริการเดินรถไฟฟ้าได้รับประโยชน์จากรายได้ส่วนเพิ่มทั้งหมด ผลบวกต่อกำไรจะสูงขึ้นเป็นประมาณ 4 เท่าของกรณีฐาน โดยกำไรของ BEM จะเพิ่มขึ้น 5.3% กำไรของ BTSGIF จะเพิ่มขึ้น 11.3% และขาดทุนของ BTS จะลดลงประมาณหนึ่งในสาม BTSGIF มี upside ต่อกำไรมากที่สุดทั้งในทั้งสองกรณี เนื่องจาก BTS สายสีเขียวหลักเป็นสายที่ได้รับ entries เพิ่มขึ้นมากที่สุด และไม่มีภาระหนี้สินได้คืนบุคคล เรามองว่านโยบายดังกล่าวเป็นปัจจัยบวกต่อกลุ่มขนส่งทางบก อย่างไรก็ตาม เรายังคงประมาณการกำไรเดิมไว้จนกว่าจะมีความชัดเจนเกี่ยวกับโครงสร้างการแบ่งรายได้ระหว่างภาครัฐและผู้ให้บริการเดินรถไฟฟ้า แม้ในกรณีที่ผลตอบรับต่อค่าโดยสารคิดเป็นเพียงหนึ่งในสี่ของช่วงสัปดาห์เดินทางฟรีและภาครัฐรับรายได้ส่วนเพิ่มทั้งหมด ก็ไม่มี downside ต่อประมาณการกำไร

Figure 11: ประมาณการ upside ที่อาจเกิดขึ้นต่อกำไรปี 2027F จำแนกตามกรณีศึกษา

กรณีศึกษา	BEM	BTS*	BTSGIF
กรณีแย่ที่สุด: ส่วนลด 75%, ทั้งระบบ +1.7%, ภาครัฐรับส่วนแบ่ง 100%	0.0%	0.0%	0.0%
กรณีฐาน: ส่วนลด 50%, ทั้งระบบ +3.5%, ภาครัฐรับส่วนแบ่ง 50%	1.3%	8.5%	2.8%
กรณีดีที่สุด: ผลตอบรับเต็มจำนวน, ทั้งระบบ +7.0%, ภาครัฐรับส่วนแบ่ง 0%	5.3%	33.8%	11.3%

* BTS ยังคงมีขาดทุนสุทธิ ดังนั้น upside ของ BTS จึงสะท้อนการลดลงของขาดทุนสุทธิ ทั้งนี้ BTS รวมส่วนแบ่ง upside 33% จาก BTSGIF เข้ามาแล้ว

หมายเหตุ: กำไรของ BTS และ BTSGIF ถูกปรับปีบัญชีให้เป็น ม.ค.-ธ.ค. 2027 เพื่อให้สอดคล้องกับ BEM

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

4. ตัวอย่างนโยบายการลดค่าโดยสารในประเทศเยอรมนี

กรณีศึกษา นโยบายค่าโดยสารราคาเดียวในประเทศเยอรมนี: ตัว 9 ยูโร

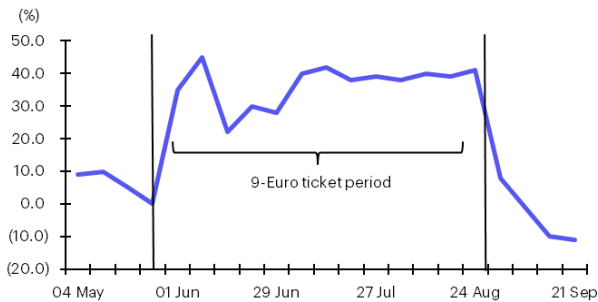
ประเทศเยอรมนีได้ทดลองใช้ "ตัว 9 ยูโร" เป็นกรณีพิเศษตั้งแต่เดือนมิ.ย. ถึง ส.ค. 2022 ตัวรายเดือนชั่วคราวนี้ช่วยให้ผู้โดยสารสามารถเดินทางได้ไม่จำกัดเกี่ยวกับรถไฟท้องถิ่น รถราง และรถประจำทางทั่วประเทศเยอรมนี แต่ไม่ครอบคลุมรถไฟทางไกลความเร็วสูง ในราคาเพียง 9 ยูโรต่อเดือน หรือคิดเป็นการปรับลดราคาประมาณ 92% การทดลองดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าตัวโดยสารราคาต่ำแบบอัตราเดียวสามารถส่งผลต่อจำนวนผู้ใช้บริการขนส่งสาธารณะได้อย่างไร

นโยบายนี้เป็นส่วนหนึ่งของมาตรการบรรเทาผลกระทบในวงกว้างที่มีเป้าหมายเพื่อช่วยลดภาระจากราคาพลังงานที่ปรับตัวสูงขึ้นอันเป็นผลจากสงครามยูเครน ลดค่าครองชีพของประชาชน และส่งเสริมการเปลี่ยนมาใช้ระบบขนส่งสาธารณะที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมมากขึ้น

สถาบัน Ifo ร่วมกับนักวิจัยรายอื่นได้ศึกษาผลกระทบของนโยบายดังกล่าวต่อจำนวนผู้โดยสาร โดยใช้ข้อมูลจากโทรศัพท์มือถือเป็นวิธีการหลักในการวิเคราะห์ ซึ่งช่วยให้สามารถติดตามรูปแบบการเดินทางทั่วเยอรมนีได้ทั้งก่อนและในช่วงที่มีการใช้ตั๋วดังกล่าว ผลการศึกษาพบว่านโยบายนี้ส่งผลให้จำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 34% (เทียบกับระดับในปี 2019 ก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19) ตลอดระยะเวลา 3 เดือนที่โครงการมีผลบังคับใช้

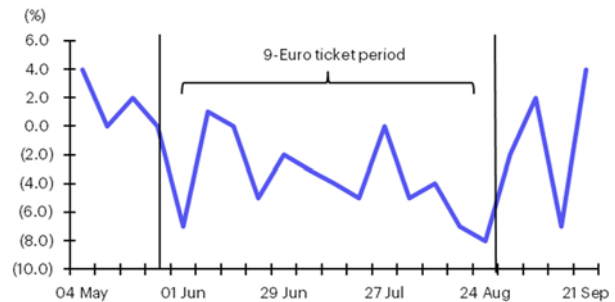
นอกจากนี้ การศึกษายังประเมินผลกระทบของนโยบายดังกล่าวต่อการใช้รถยนต์ส่วนบุคคล โดยพบว่าผลกระทบอยู่ในระดับจำกัด เนื่องจากการเดินทางด้วยรถยนต์ลดลงเพียง 4-5% ในช่วงระยะเวลา 3 เดือน สะท้อนว่าตัว 9 ยูโรช่วยจูงใจให้ประชาชนเปลี่ยนจากการใช้รถยนต์มาใช้รถไฟได้เพียงเล็กน้อยเท่านั้น

Figure 12: จำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้น 34% จากตัว 9 ยูโร เมื่อเทียบกับช่วงก่อนเกิด COVID-19



Source: Ifo Institute

Figure 13: การใช้รถยนต์ลดลง 4-5%



Source: Ifo Institute

เราไม่ได้นำนโยบายตัว 9 ยูโรของประเทศเยอรมนีมาใช้เป็นฐานในการประมาณการของเรา เนื่องจากเป็นตัวอย่างเดียวที่ครอบคลุมระบบขนส่งสาธารณะทั่วประเทศ รวมถึงรถโดยสารและรถราง อีกทั้งยังวัดผลเทียบกับระดับการเดินทางในปี 2019 ซึ่งมีบริบทแตกต่างจากเครือข่ายรถไฟฟ้าในกรุงเทพฯ อย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม กรณีสถิติดังกล่าวยังสามารถใช้เป็นข้อมูลอ้างอิงเพื่อตรวจสอบความสมเหตุสมผลของสมมติฐานด้านการตอบสนองต่อค่าโดยสารได้ นโยบายตัว 9 ยูโร ส่งผลให้จำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้น 34% จากการลดค่าโดยสาร 92% ซึ่งสะท้อนค่า fare elasticity ที่ประมาณ 0.37 ใกล้เคียงกับค่า fare elasticity ที่ 0.40 ที่เราคำนวณได้จากช่วงเดินทางฟรีในประเทศไทยในเดือน ม.ค. 2025 ซึ่งจำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้น 39.6% หลังจากมีการลดค่าโดยสาร 100% อย่างไรก็ตาม ในกรณีฐาน เราปรับลดค่า fare elasticity ดังกล่าวลงครึ่งหนึ่ง เนื่องจากการเดินทางฟรีทั้งหมดมักกระตุ้นให้เกิดการเดินทางมากกว่ากรณีที่ยังมีการเก็บค่าโดยสาร แม้อัตราค่าโดยสารจะลดลงก็ตาม เรามองว่าสมมติฐานนี้เป็นจุดเริ่มต้นที่สมเหตุสมผล มากกว่าจะเป็นตัวเลขที่แม่นยำตายตัว และด้วยเหตุนี้ เราจึงนำเสนอทั้งกรณีที่ปรับลดสมมติฐานและกรณีที่ปรับลดมากกว่ากรณีฐานควบคู่กันไป เพื่อใช้เปรียบเทียบผลลัพธ์ด้วย

5. อัปเดตปริมาณจราจร

อัปเดตปริมาณจราจร 9M26

ปริมาณจราจรบนทางด่วน: เติบโต YoY ต่อเนื่องในเดือน ก.ย. ข้อมูลล่าสุดของเราพบว่าปริมาณจราจรบนทางด่วนในเดือน ก.ย. อยู่ที่ 1.1 ล้านเที่ยว/วัน เพิ่มขึ้น 0.9% YoY แต่ลดลง 0.5% MoM นับเป็นเดือนที่ 5 ติดต่อกันที่ปริมาณจราจรบนทางด่วนกลับมาเติบโต YoY โดยแรงหนุนหลักมาจากส่วน C+ และ SOE อย่างไรก็ตาม ปริมาณจราจรปรับลดลงเล็กน้อย MoM จากสถานการณ์น้ำท่วมในกรุงเทพฯ ในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน ก.ย. สำหรับงวด 9M26 ปริมาณจราจรเฉลี่ยอยู่ที่ 1.1 ล้านเที่ยว/วัน เพิ่มขึ้น 0.8% YoY เทียบกับประมาณการทั้งปีของเราที่คาดว่าจะเติบโต 1% ซึ่งถือว่ายังคงเป็นไปตามเป้าหมาย

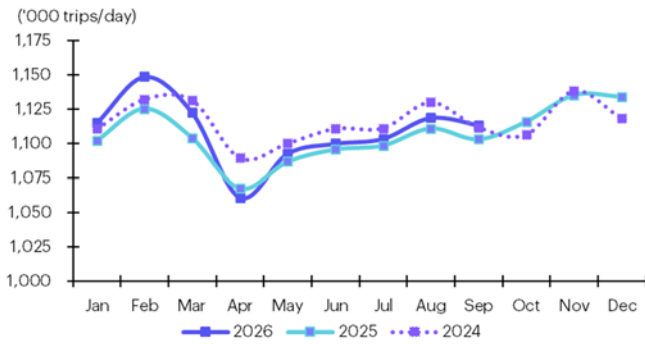
MRT (สายสีน้ำเงิน): สถานการณ์น้ำท่วมกระทบการเติบโต YoY ใน ก.ย. จำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยในเดือน ก.ย. อยู่ที่ 428,800 เที่ยว/วัน ลดลง 4.1% YoY และ 3.5% MoM โดยการลดลงทั้ง YoY และ MoM มีสาเหตุหลักมาจากสถานการณ์น้ำท่วมในกรุงเทพฯ นับถึงปัจจุบัน จำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยงวด 9M26 อยู่ที่ 424,700 เที่ยว/วัน เพิ่มขึ้น 1.3% YoY เทียบกับประมาณการทั้งปีของเราที่คาดว่าจะเติบโต 4.6%

BTS (สายสีเขียวหลัก): จำนวนผู้โดยสารลดลงทั้ง YoY และ MoM จำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยในเดือน ก.ย. อยู่ที่ 536,700 เที่ยว/วัน ลดลง 3.6% YoY และ 4.9% MoM โดยทิศทางการชะลอตัวสอดคล้องกับ MRT (สายสีน้ำเงิน) ส่งผลให้จำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยในช่วง 6MFY2027 (ม.ย.-ก.ย. 2026) อยู่ที่ 526,100 เที่ยว/วัน ลดลง 1% YoY เทียบกับประมาณการทั้งปี FY2027F ของเราที่คาดว่าจะเติบโต 5%

สายสีเหลือง: เติบโตตามคาด จำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยในเดือน ก.ย. อยู่ที่ 55,900 เที่ยว/วัน เพิ่มขึ้น 18.2% YoY และ 19.1% MoM ส่งผลให้จำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยในช่วง 6MFY27 อยู่ที่ 46,900 เที่ยว/วัน เทียบกับสมมติฐานทั้งปี FY2027F ของเราที่ 48,000 เที่ยว/วัน

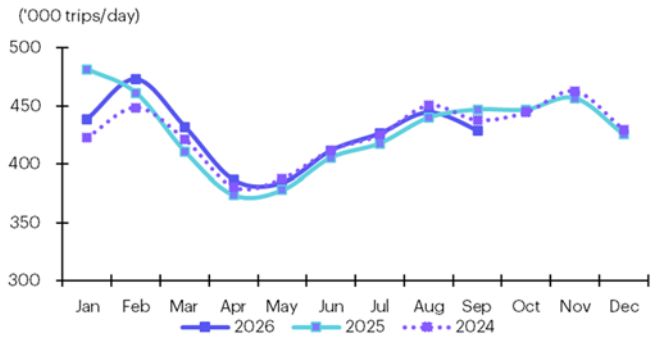
สายสีชมพู: ยังคงเติบโตต่อเนื่อง จำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยในเดือน ก.ย. อยู่ที่ 74,400 เที่ยว/วัน เพิ่มขึ้น 16.2% YoY และ 5.8% MoM โดยสายสีชมพูมีโมเมนตัมการเติบโตที่แข็งแกร่งนับตั้งแต่เปิดให้บริการส่วนต่อขยายไปยังเมืองทองธานีในเดือนมิ.ย. 2025 ส่งผลให้จำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยในช่วง 6MFY27 อยู่ที่ 66,000 เที่ยว/วัน เทียบกับประมาณการทั้งปีของเราที่ 70,000 เที่ยว/วัน

Figure 14: ปริมาณจราจรบนทางด่วน



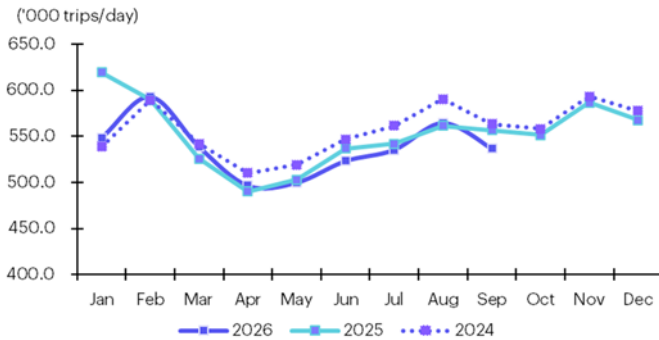
Source: BEM, InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 15: จำนวนผู้โดยสาร MRT (สายสีน้ำเงิน)



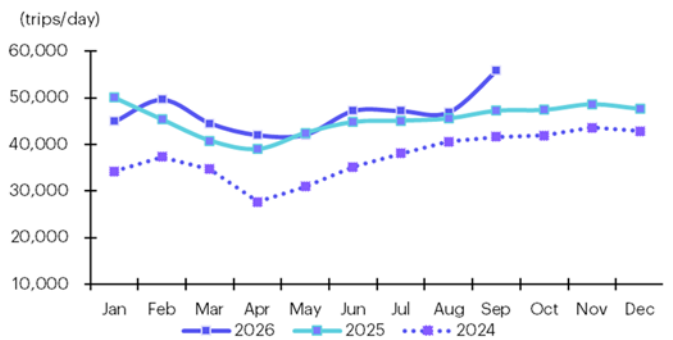
Source: BEM, InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 16: จำนวนผู้โดยสาร BTS (สายสีเขียวหลัก)



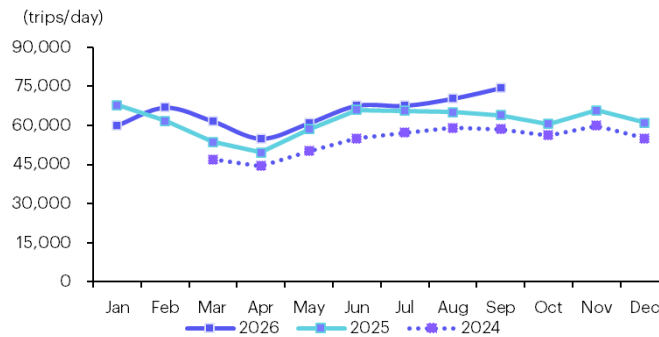
Source: BTS/RT, InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 17: จำนวนผู้โดยสารสายสีเหลือง



Source: Ministry of Transport, InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 18: จำนวนผู้โดยสารสายสีชมพู



Source: Ministry of Transport, InnovestX Investment Strategy & Research

คำแนะนำ NEUTRAL สำหรับกลุ่มขนส่งทางบก; BEM เป็นหุ้นเด่นของเรา

แม้ว่านโยบายลดค่าโดยสารจะส่งผลดีต่อหุ้นทุกตัวในกลุ่มขนส่งทางบก แต่ยังคงมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องโครงสร้างการแบ่งปันรายได้จากจำนวนผู้โดยสารส่วนเพิ่ม ดังนั้น เรายังคงมุมมอง NEUTRAL สำหรับกลุ่มขนส่งทางบก และคงประมาณการกำไรสำหรับกลุ่มนี้ไว้ตามเดิมเพื่อรอความชัดเจนเพิ่มเติม นอกจากนี้ เรายังคงเลือก BEM เป็นหุ้นเด่นของกลุ่ม เนื่องจากมีความชัดเจนของแนวโน้มกำไรในระดับสูง และคาดว่าจะเติบโตในปี 2027F ซึ่งเรามองว่าตลาดยังประเมินศักยภาพการเติบโตต่ำเกินไป

BEM – แนะนำ OUTPERFORM ราคาเป้าหมายกลางปี 2027F ที่ 8.2 บาท อ้างอิง SoTP เรายังคงมองว่า BEM มีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นหลายประการในช่วง 2H26 เราเชื่อว่าปัจจุบันตลาดประเมินแนวโน้มกำไรปี 2027F ของ BEM ไว้ต่ำเกินไป นอกจากนี้ในการประชุมนักวิเคราะห์ เรายังพบเชอร์โฟร์สซึ่งบ่งชี้เกี่ยวกับการประหยัดต้นทุน ซึ่งประกอบด้วย การประหยัดต้นทุนได้ราว 50 ลบ. จากการดำเนินงานซ่อมบำรุงเองในช่วง 2H26F และการกลับรายการสำรองอย่างน้อย 100 ลบ. ซึ่งคาดว่าจะบันทึกใน 4Q26F

Figure 19: BEM – การประเมินมูลค่าด้วยวิธี SOTP

	ลบ.	บาท/หุ้น	ความเห็น
ธุรกิจทางด่วน	30,385	2.0	
ธุรกิจระบบขนส่งมวลชน	73,970	4.8	
ธุรกิจพัฒนาเชิงพาณิชย์	9,684	0.5	
เงินลงทุน (CKP & TTW)	11,110	0.8	อิงราคาตลาดของ TTW และราคาเป้าหมายของ CKP ตามประมาณการของ INVX
ราคาเป้าหมาย	125,149	8.2	

Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

BTS – แนะนำ NEUTRAL ราคาเป้าหมายสิ้นปี FY2027F ที่ 2.3 บาท อิงวิธี SoTP เรามองว่า BTS ยังขาดปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น เนื่องจากโครงสร้างการชดเชยรายได้ภายใต้นโยบายลดค่าโดยสารยังไม่มีความชัดเจน ขณะที่ผลประกอบการสุทธิต่างจะยังคงขาดทุนใน 2QFY27F (ก.ค.-ก.ย. 2026) ส่วนโครงการบ้านชาวไทยก็ยังไม่น่าจะสร้างกำไรได้ในระยะสั้น อีกทั้งการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารทั้งสายสีชมพูและสายสีเหลืองยังต่ำกว่าประมาณการเติบโตของเราเล็กน้อย

Figure 20: BTS – การประเมินมูลค่าด้วยวิธี SOTP

	สัดส่วนการถือหุ้น (%)	มูลค่า (ลบ.)	บาท/หุ้น	ความเห็น
ระบบขนส่งมวลชน				
งานเดินรถและซ่อมบำรุง (O&M) สายสีเขียวหลัก	100	3,170	0.2	ช่วงปี 2029-2042
งานเดินรถและซ่อมบำรุง (O&M) สายสีเขียว ส่วนต่อขยาย 1	100	1,538	0.1	
งานเดินรถและซ่อมบำรุง (O&M) สายสีเขียว ส่วนต่อขยาย 2	100	4,087	0.3	
สายสีชมพู	75	797	0.0	
สายสีเหลือง	75	249	0.0	
งานเดินรถและซ่อมบำรุง (O&M) สายสีทอง ระยะที่ 1	100	233	0.0	
อุโมงค์	40	1,715	0.1	
โครงการทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง 2 สาย	40	735	0.0	
รวมระบบขนส่งมวลชน		12,523	0.8	
เงินลงทุน				
BTSGIF	33	4,011	0.2	อิงราคาเป้าหมายของเราที่ 2.1 บาท/หน่วย
VGI	36	6,702	0.4	ราคาตลาด
RABBIT & RABBIT-P	68	7,694	0.5	ราคาตลาด
TNL	42	2,669	0.2	ราคาตลาด
ROCTEC	68	3,473	0.2	ราคาตลาด
รวมเงินลงทุน		24,548	1.5	
รวมทั้งสิ้น		37,072		
จำนวนหุ้น		16,094		
ราคาเป้าหมายต่อหุ้น (บาท)		2.3		

Source: InnovestX Investment Strategy & Research, BTS, VGI, RABBIT, TNL, ROCTEC

BTSGIF – แนะนำ NEUTRAL ราคาเป้าหมายสิ้นปี FY2027F ที่ 2.1 บาท อิงวิธี DDM การประเมินมูลค่าของเราอิงวิธี DDM โดยใช้ WACC ที่ 5% และไม่มีมูลค่าสุดท้าย (terminal value) แม้เราคาดว่ากำไร 2QFY27F จะเติบโตทั้ง YoY และ QoQ โดยได้รับแรงหนุนจากโครงการไทยช่วยไทยพลัสและปัจจัยฤดูกาล แต่ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับความชัดเจนของรายได้ในระยะยาวหลังจากสัมปทานหมดอายุในเดือนธ.ค. 2029 ยังคงเป็นปัจจัยจำกัด upside ของราคาน้ำยลงทุน

Figure 21: สรุปประเด็น ESG และมุมมองของเราต่อ ESG

	BEM	BTS	BTSGIF
2025 SET ESG rating	AAA	AA	-
Bloomberg ESG (Year)	2024	2024	2024
Bloomberg ESG Financial Materiality Score (Rank in the sector)	4.79 (6/28)	5.45 (4/28)	-
• Environmental Score (Rank)	6.34 (4/28)	8.18 (2/28)	-
• Social Score (Rank)	3.32 (11/28)	4.42 (8/28)	-
• Governance Score (Rank)	4.47 (4/28)	3.01 (12/28)	-
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	• บริษัทตั้งเป้าบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero GHG Emissions) ภายในปี 2050 โดยอ้างอิงแนวทางของ SBTi (ปีฐาน 2023: 143,834 tCO2e) พร้อมกำหนดเป้าหมายระยะกลางในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 8% ภายในปี 2025 และ 28% ภายในปี 2030 • การปล่อยก๊าซเรือนกระจกในปี 2025 อยู่ที่ 135,790.1 tCO2e ลดลง 5.6% จากปีฐาน (ต่ำกว่าเป้าหมายที่ 8%) โดย Scope 1 ลดลง 64% จากการเปลี่ยนจากยานพาหนะที่ใช้น้ำมันเชื้อเพลิงมาเป็นรถยนต์ไฟฟ้า (EV) • บริษัทผลิตพลังงานหมุนเวียนจากระบบโซลาร์เซลล์ได้ 1,383,871.4 kWh และเป็นผู้ให้บริการเดินรถไฟฟ้ารายแรกของประเทศไทยที่นำพลังงานแสงอาทิตย์มาใช้ในการดำเนินงานบริการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชน • บริษัทได้รับการยอมรับให้เป็น 1 ใน 22 องค์กรผู้นำร่อง Net Zero ของ TGO และได้รับรางวัล Climate Action Excellence Award 2025 รวมถึง Thailand Energy Awards 2025	• บริษัทมุ่งมั่นที่จะบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero) ภายในปี 2050 ตลอดห่วงโซ่คุณค่าทั้งหมด โดยมีเป้าหมายระยะใกล้ที่สอดคล้องกับข้อตกลงปารีสและโครงการ Science Based Targets initiative (SBTi) • ปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1 และ 2 รวมอยู่ที่ 126,688 tCO2e (เป้าหมาย: ต่ำกว่า 130,000 tCO2e) และการใช้ไฟฟ้าอยู่ที่ 2.5 kWh ต่อผู้-กิโลเมตร (เป้าหมาย: ไม่เกิน 2.7) โดยสามารถประหยัดค่าใช้จ่ายจากการเพิ่มประสิทธิภาพด้านพลังงานได้ 71.9 au. • บริษัทสามารถหลีกเลี่ยงการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้มากกว่า 2.3 ล้านตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า (tCO2e) จากการเปลี่ยนรูปแบบการเดินทางมาใช้ระบบขนส่งมวลชนนับตั้งแต่เริ่มดำเนินงาน และได้รับคะแนนระดับ 'B' จากการประเมินด้านการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศของ CDP (CDP Climate Change)	• ในฐานะกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมของ BTSGIF ซึ่งเชื่อมโยงโดยตรงกับการดำเนินงานของ BTSC ในระบบรถไฟฟ้า BTS สายสีเขียวหลัก ระยะทาง 23.5 กม. ซึ่งสนับสนุนเป้าหมาย Net Zero ปี 2050 ของ BTS Group ภายใต้กรอบการจัดการสิ่งแวดล้อม ISO 1400 • คาร์บอนฟุตพริ้นท์ของ BTSC ที่ผ่านการตรวจสอบจากหน่วยงานภายนอก (ปีงบประมาณ 2024): Scope 1 อยู่ที่ 6,326 tCO2e, Scope 2 อยู่ที่ 81,752 tCO2e และ Scope 3 อยู่ที่ 16,141 tCO2e • มาตรการด้านสิ่งแวดล้อมประกอบด้วย การกำหนด KPI ด้านการจัดซื้อจัดจ้างที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม (ไม่น้อยกว่า 5% ของมูลค่าการสั่งซื้อทั้งหมด) การใช้หลอดไฟ LED และระบบปรับอากาศประสิทธิภาพสูง การจัดการเอกสารในรูปแบบอิเล็กทรอนิกส์ 100% การนำน้ำกลับมาใช้ซ้ำในการล้างขบวนรถ 100% และการติดตั้งระบบฟ่นละอองน้ำลดฝุ่น PM2.5 ร่วมกับกรุงเทพมหานคร
ประเด็นด้านสังคม	• ในปี 2025 บริษัทมีคะแนนความพึงพอใจของลูกค้าอยู่ที่ 96.8% ความพึงพอใจของชุมชนอยู่ที่ 94.1% และความพึงพอใจของคู่ค้าอยู่ที่ 90.3% • บริษัทมีสถิติการบาดเจ็บร้ายแรงของผู้โดยสารเป็นศูนย์ และไม่มีกรณีการละเมิดสิทธิมนุษยชน • ระดับความผูกพันและความสุขของพนักงานอยู่ที่ 75.8% โดยพนักงานได้รับการฝึกอบรมเฉลี่ย 61.4 ชั่วโมงต่อคนต่อปีผ่านหลักสูตรรวม 582 หลักสูตร • บริษัทดำเนินกิจกรรม CSR จำนวน 18 โครงการภายใต้กลยุทธ์ HAPPY JOURNEY, HAPPY LIVING SOCIETY และ HAPPY PLANET และได้รับรางวัลระดับ Gold ด้าน Workplace Wellbeing จากงาน HR Excellence Awards 2025	• บริษัทมีสถิติการบาดเจ็บร้ายแรงของผู้โดยสารเป็นศูนย์ (เป้าหมาย: ต่ำกว่า 0.03 รายต่อ 1 ล้านเที่ยว) อัตราการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงาน (LTI-FR) อยู่ที่ 0.9 ต่อ 1 ล้านชั่วโมงการทำงาน (เป้าหมาย: ต่ำกว่า 2) และไม่มีผู้เสียชีวิตจากการทำงาน • สัดส่วนผู้หญิงในตำแหน่งผู้บริหารอยู่ที่ 49% สูงกว่าเป้าหมายที่ 40% ขณะที่ระดับความผูกพันของพนักงานอยู่ที่ 82% • การดำเนินงาน คู่ค้า และผู้รับเหมาทั้งหมด 100% ได้รับการประเมินความเสี่ยงด้านสิทธิมนุษยชน และมีการดำเนินโครงการเพื่อสังคมและชุมชนสะสมรวม 35 โครงการ	• กองทุนมีส่วนสนับสนุนทางสังคมผ่านการลงทุนในระบบขนส่งมวลชนสาธารณะที่มีความจำเป็น โดยมีจำนวนผู้โดยสาร 199.8 ล้านเที่ยวใน FY2025/26 และมีจำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยในวันทำการอยู่ที่ 618,816 เที่ยว/วัน • BTSC มีคะแนนความพึงพอใจของผู้ใช้บริการอยู่ที่ 4.3 จาก 5 สูงกว่าเป้าหมายขั้นต่ำที่ 3.9 โดยด้านความปลอดภัยได้รับคะแนนสูงสุดที่ 4.5 และความตรงต่อเวลาอยู่ที่ 99.9% ขณะที่จำนวนข้อร้องเรียน (404 เรื่อง) สูงกว่าเป้าหมายที่กำหนดไว้ที่ 2 เรื่องต่อผู้โดยสาร 1 ล้านคนเล็กน้อย • บริษัทให้บริการโดยไม่คิดค่าโดยสารแก่ผู้พิการจำนวน 1.7 ล้านเที่ยวในปี FY2025/26 พร้อมสิ่งอำนวยความสะดวก เช่น ลิฟต์ ทางลาดสำหรับรถเข็น และป้ายอักษรเบรลล์ รวมถึงโครงการส่งเสริมสิทธิมนุษยชน
ประเด็นด้านการกำกับดูแลกิจการ	• BEM ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับ 'ดีเลิศ' (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ในรายงาน CGR 2025 และได้รับการยอมรับภายใต้ ASEAN CG Scorecard 2025 (Asset Class PLCs) • ไม่พบกรณีการทุจริตหรือการติดสินบน และไม่มีข้อร้องเรียนเกี่ยวกับการละเมิดข้อมูลส่วนบุคคลในปี 2025 • BEM ได้รับผลประเมินในระดับ 'ดีเลิศ' จากโครงการประเมินคุณภาพการจัดประชุมใหญ่สามัญผู้ถือหุ้น (AGM Checklist 2025) เป็นปีที่ 6 ติดต่อกัน และได้รับรางวัล Sustainability Disclosure Award 2025 จากสถาบันไทยพัฒน์ • BEM ได้รับรางวัล "Best Sustainability Bond - Transport" จากเวที The Asset Triple A Awards 2025 สำหรับการออกหุ้นกู้เพื่อความยั่งยืนมูลค่า 5 พันล้านบาท ซึ่งมีนักลงทุนจองซื้อเกินกว่า 5.2 เท่า	• BTS ได้รับการคัดเลือกเข้าเป็นสมาชิกดัชนี Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) Emerging Markets ต่อเนื่องเป็นปีที่ 8 (ปี 2018-2025) และได้รับการบรรจุอยู่ใน S&P Global Sustainability Yearbook 2026 ต่อเนื่องเป็นปีที่ 6 • BTS ได้รับอันดับความน่าเชื่อถือด้าน ESG ระดับ "AAA" จาก MSCI ESG Rating (2026) ได้รับการคัดเลือกเข้าสู่ FTSE4Good Index Series ต่อเนื่องเป็นปีที่ 10 และได้รับ SET ESG Ratings 2025 ระดับ "AA" • BTS ได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ (CG rating) ในระดับ 'ดีเลิศ' (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai IOD) เป็นปีที่ 14 ติดต่อกัน และเป็นสมาชิกที่ได้รับการรับรองจากโครงการ Thai CAC โดยพนักงาน 100% ผ่านการฝึกอบรมจริยธรรมทางธุรกิจ ไม่มีคำเตือนที่เป็นสาระสำคัญจากหน่วยงานกำกับดูแล และได้รับคะแนนเต็ม 100 สำหรับการจัดประชุม AGM ปี 2025	• กองทุนมีวัตถุประสงค์การลงทุนที่ชัดเจนในการลงทุนในรายได้ค่าโดยสารสุทธิของโครงการรถไฟฟ้า BTS สายสีเขียวระยะทาง 23.5 กม. ภายใต้สัญญาที่มีอายุถึงวันที่ 4 ธ.ค. 2029 (อายุโครงการกองทุน: 17 เม.ย. 2013 - 4 ธ.ค. 2029) • กองทุนบริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน บัวหลวง จำกัด (BBLAM) ร่วมกับคณะกรรมการที่ปรึกษาการลงทุน โดยตัวแทนของกองทุนดำรงตำแหน่งกรรมการคิดเป็นหนึ่งในสามของจำนวนกรรมการทั้งหมดของ BTSC และจะต้องได้รับการพิจารณาเป็นพิเศษจะต้องได้รับการอนุมัติจากตัวแทนดังกล่าว

Source: Bloomberg Finance L.P., SET, company data and InnovestX Research (Note 2025 Bloomberg ESG Financial Materiality Scores have not yet available. Bloomberg ESG Financial Materiality Scores rate companies on their level of management of financially material industry specific ESG issues. Values range from 0 to 10; 10 is best. To review the fully transparent methodology, see ESG Financial Materiality Score Model in Bloomberg.).

Figure 22: Valuation summary (price as of Oct 15, 2026)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F
BEM	Outperform	6.35	8.20	31.7	25.7	23.6	21.3	0	9	11	2.6	2.5	2.4	10	11	11	2.4	2.5	2.8	21.3	20.6	19.8
BTS	Neutral	1.92	2.30	19.8	n.m.	n.m.	n.m.	34	(41)	31	0.5	0.5	0.5	(1)	(1)	(1)	0.0	0.0	0.0	20.9	21.6	21.2
BTSGIF	Neutral	2.14	2.10	33.0	2.7	2.9	2.6	4	(7)	11	0.7	0.7	0.7	22	24	26	37.8	34.9	38.8	2.6	2.9	2.6
Average					14.2	13.2	12.0	13	(13)	18	1.3	1.2	1.2	10	11	12	13.4	12.5	13.9	15.0	15.0	14.5

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ 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 กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกฎหมาย 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 อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดงหรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2026 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2025 Companies with CG Rating
Companies with Excellent CG Scoring**

AAI, AAV, ACE, ADB, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, AOT, AP, ARIP, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AUCT, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BKIH, BLA, BLC, BOL, BPP, BRI, BRR, BSRRC, BTG, BTS, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CMC, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTI, 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, INSURE, IP, IRC, IRPC, ITC, ITCL, ITTEL, ITTHI, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KJL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOIL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSF, SSP, SSSC, STA, STARM, STECON, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVOA, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAN, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TEKA, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TKS, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVH, TVO, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UP, UPF, UPOIC, UV, VGI, VIBHA, VIH, VNG, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, WP, WPH, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, A5, ABM, ACG, ADD, AE, AH*, AIT, ALUCON, AMC, ANAN, APCO, APCS, ATP30, BA, BBIK, BC, BCP, BE8, BIG, BPS, BR, BSBM, BTC, BTW, BVG, BYD*, CFARM, CH, CIG, CM, CMAN, CMO*, COCOCO, COMAN*, CPI, CRD, CSC, DEXON, DTCENT, EAST, EKH, ESTAR, EURO, EVER, FE, FVC, GEL, HUMAN, ICN, IFS, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KGI*, KTIS, KTMS, KUN, LALIN, LANNA, LEO, LHK, LPN*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, SAMCO, SANKO, SAPPE, SCI, SCN, SECURE, SFT, SINO, SKE, SMT, SPA, SPVI, SRS, SUPER, SVI*, SWC, TAE, TFM, TIDLOR*, TIPCO, TITLE, TK, TKN*, TMC, TMI, TNP, TNR, TPA, TPCS, TPIPL*, TPIPP, TPS, TQR, TRP, TRT, TURTLE, TVT, UBA, UREKA, VCOM, VRANDA, WARRIX, WAVE*, WIN, XO, XPG, XYZ, ZIGA

Companies with Good CG Scoring

AHC, AIE, AMANAH, AMR, ANI, APURE, ARIN, ARROW, ASIA, ASN, AYUD, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLAND, CAZ, CEN, CHAO, CHARAN*, CHAYO, CHIC, CHOTI, CI, CITY, CSP, CSS, CWT, DIMET*, DOD, DPAINT, DV8, EA*, EASON, ECF*, EFORL, FNS, FTE, GBX, GPI, GTB, GYT, IMH, IRCP, ITNS, IVF, JCK, KBS, KISS, KK, KWC, KWM, L&E, LDC, LEE, MCA, MEB, MEDEZE, MENA, MILL*, MITSIB, MK, MPJ, NAM, NATION, NCAP, NEX, NOVA, NPK, OGC, PACO, PANEL, PCE, PHG, PICO*, PIN, PIS, PLANET, POLY, PRAKIT, PRAPAT, PROEN, PROS, PTECH, PYLON, RAM, RIJ, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, SPREME, SST, STANLY, STC, STPI, STX, SVR, SVT, TAKUNI, TATG, TFI, THG*, TMAN, TOPP, TPLAS, TPOLY, TRC*, TRU, TSE, TSR*, UKEM, UOBKH, VARO, VL, WFX, WIILK, WORK, 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.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีว่าด้านการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้ถูกลดผลสำรวจ 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักธรรมาภิบาล การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อ ดังกล่าวประกอบด้วย
* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีว่าด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง นิตินัย-กรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

**Anti-corruption Progress Indicator
Certified (ได้รับรับรอง)**

2S, AAI, ACE, 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, BPS, BRI, BRR, BSBM, BCT, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITCL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PPP, PPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, 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, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSI, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTREC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIILK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AMARIN, ANI, APCO, ASAP, ASEFA, AUCT, AURA, B52, BKIH, CHG, DITTO, EA, EAST, EMC, ESTAR, EVER, FLOYD, GABLE, GFC, GREEN, GULF, HL, HUMAN, IP, IT, J, JDF, JMT, KCC, KJL, LDC, LIT, M-CHAI, MEDEZE, MGC, MJD, MOSHI, NSL, NTSC, PCC, PCE, PLE, PROEN, PROUD, PTC, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SFT, SHR, SINGER, SINO, SKE, SKY, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TEAMG, TMC, TMI, TPP, TQM, UOBKH, UP, UREKA, VL, VNG, WARRIX, WELL, WIN, WP

N/A
88TH, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMARC, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATLAS, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, EFORL, EKH, EMPIRE, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IDG, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MMM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHAT, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSGC, PSP, PTL, QDC, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RIJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, SLP, SMART, SMD100, SMO, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UNIX, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WASH, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, XBIO, XPG, XYZ, 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 May 2, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.