

# ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ BEM

บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ  
จำกัด (มหาชน)

Bloomberg BEM TB  
Reuters BEM.BK

innovest<sup>x</sup>  
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## ปัจจัยบวกอาจจะมาเร็วกว่าที่คาดไว้

เรายังคงคำแนะนำ tactical call สำหรับ BEM ไว้ที่ OUTPERFORM โดยให้ราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 9 บาท/หุ้น (8.3 บาท/หุ้น จากธุรกิจหลักและ 0.7 บาท/หุ้นจากเงินลงทุนใน TTW และ CKP) ซึ่งราคาเป้าหมายยังไม่รวม upside อีก 1.5 บาท/หุ้น จากโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก แม้เราเห็น downside เล็กน้อยต่อประมาณการปี 2567 ของเรา หลักๆ เกิดจากปริมาณรถที่ใช้ทางด่วนใน 1Q67 ที่ต่ำกว่าคาดที่ -0.4% เทียบกับ 2.2% สำหรับประมาณการเต็มปีของเรา แต่เรายังคงมุมมองเชิงบวก เนื่องจากปัจจัยบวกกระตุ้นเชิงบวกที่จะทยอยเข้ามาน่าจะมาชัดเจนในส่วนนี้ได้

**ปัจจัยกระตุ้น#1: คาดกำไร 1Q67 เติบโต YoY** เราคาดว่า BEM จะรายงานกำไรสุทธิ 1Q67 ที่ 830 ล้านบาท ลดลง 3.5% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 10.7% YoY รายได้จากธุรกิจทางด่วน รถไฟฟ้า และการพัฒนาพาณิชย์ยกรรมยังคงเติบโตทั้งจากไตรมาสก่อนหน้าและจากปีก่อนหน้า อย่างไรก็ตาม ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นในไตรมาสสำหรับธุรกิจรถไฟฟ้าคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อกำไร โดย ต้นทุนที่ต่ำสำหรับธุรกิจรถไฟฟ้าใน 4Q66 เป็นผลมาจากการปรับต้นทุนครั้งเดียว ใน 1Q67 (ดูรายละเอียดในตารางที่ 1) การจราจรทางด่วนเฉลี่ยอยู่ที่ 1.12 ล้านเที่ยวต่อวัน ลดลง 0.4% YoY ในขณะที่การเติบโตของการคาดการณ์ทั้งปีอยู่ที่ 2.2% สำหรับรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน จำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยอยู่ที่ 430.4 พันเที่ยวต่อวัน เพิ่มขึ้น 12.9% YoY ในขณะที่การเติบโตของการคาดการณ์ทั้งปีอยู่ที่ 15% หากกำไรสุทธิที่เราคาดการณ์ใน 1Q67 นี้ถูกต้อง จะคิดเป็น 19.3% ของการคาดการณ์ทั้งปี ผลการดำเนินงานจะประกาศในวันที่ 14 พฤษภาคม

**ปัจจัยกระตุ้น#2: โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกอาจจะได้ข้อสรุปใน 2Q67** ก่อนหน้านี้เราคาดการณ์ไว้ว่าโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกน่าจะได้ข้อสรุปใน 3Q67 พัฒนาการล่าสุด คือ ศาลปกครองสูงสุดได้เริ่มการพิจารณาคดีครั้งแรกไปแล้วเมื่อวันที่ 11 เม.ย. และน่าจะได้เห็นคำตัดสินสุดท้ายหลังจากนี้ราว 1-2 เดือน เมื่ออิงกับคดีฟ้องร้อง 2 คดีก่อนหน้านี้และคำตัดสินของศาลปกครองกลางในคดีนี้ที่ตัดสินให้ สฟม. เป็นผู้ชนะ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ BEM เราจึงมองว่ามีความเป็นไปได้ที่ศาลปกครองสูงสุดน่าจะตัดสินให้ สฟม. เป็นผู้ชนะด้วยเช่นกัน และจะนำไปสู่การเซ็นสัญญาโครงการนี้ เราประเมินได้ว่าโครงการนี้จะเพิ่ม upside ให้กับราคาเป้าหมายของ BEM ได้อีก 1.5 บาท/หุ้น ซึ่งเรายังไม่ได้นำมารวมไว้ในราคาเป้าหมายของเรา ในกรณีเลวร้ายที่สุดที่การตัดสินล่าช้า เราคาดว่าจะมีผลกระทบต่อราคาหุ้นค่อนข้างจำกัด เนื่องจากราคาหุ้นปัจจุบันยังไม่ได้สะท้อน upside จากโครงการนี้

**ปัจจัยกระตุ้น#3: โครงการ double deck น่าจะเห็นความชัดเจนเร็วกว่าคาด** อ้างอิงจากข่าวล่าสุดในหนังสือพิมพ์ สฟม. คาดว่าโครงการ double deck น่าจะเห็นความชัดเจนในเดือนมิ.ย. ซึ่งมีแนวโน้มที่จะนำไปสู่การปรับลดค่าผ่านทางและการขยายสัมปทานทางด่วน อย่างไรก็ตาม เรายังไม่สามารถประเมินผลกระทบต่อราคาเป้าหมายในตอนนี้ได้เนื่องจากมีข้อมูลจำกัด เราเชื่อว่าโครงการนี้จะสร้าง NPV เป็นบวกให้กับบริษัท หากไม่เป็นเช่นนั้นบริษัทจะต้องชี้แจงเหตุผลกับผู้ถือหุ้น

**กลยุทธ์การลงทุนและคำแนะนำ** ราคาหุ้น BEM ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 3.1% YTD outperform SET อยู่ 6.7% เราเชื่อว่าราคาหุ้น BEM จะปรับตัว outperform ตลาดได้อย่างต่อเนื่องในระยะ 3 เดือนข้างหน้า โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยกระตุ้นเชิงบวกหลายปัจจัย: การปรับขึ้นค่าโดยสาร MRT ข้อสรุปโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก และโครงการ double deck

**ความเสี่ยงและความกังวล** การฟื้นตัวของปริมาณผู้ใช้ทางด่วนที่ค่อนข้างช้าใน 1Q24 ความเสี่ยง ESG ที่สำคัญสำหรับ BEM คือ ความปลอดภัยในการเดินทางของผู้ใช้ทางด่วนและผู้โดยสาร MRT

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	14,029	16,374	17,612	18,582	19,684
EBITDA	(Btmn)	6,625	9,076	10,030	10,784	11,791
Core profit	(Btmn)	2,436	3,479	4,293	4,995	5,769
Reported profit	(Btmn)	2,436	3,479	4,293	4,995	5,769
Core EPS	(Bt)	0.16	0.23	0.28	0.33	0.38
DPS	(Bt)	0.12	0.14	0.17	0.20	0.23
P/E, core	(x)	51.4	36.0	29.2	25.1	21.7
EPS growth, core	(%)	141.2	42.8	23.4	16.4	15.5
P/BV, core	(x)	3.4	3.3	3.1	3.0	2.8
ROE	(%)	6.5	9.3	11.1	12.2	13.2
Dividend yield	(%)	1.5	1.7	2.1	2.4	2.8
EV/EBITDA	(x)	29.3	21.2	18.9	17.2	15.4
EBITDA growth	(%)	48.5	37.0	10.5	7.5	9.3

Source: InnovestX Research

## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (Apr 25) (Bt)	8.20
Target price (Bt)	9.00
Mkt cap (Btmn)	125.34
Mkt cap (US\$m)	3,386

Beta	L
Mkt cap (%) SET	0.74
Sector % SET	8.28
Shares issued (mn)	15,285
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	9.3 / 7.2
Avg. daily 6m (US\$m)	6.81
Foreign limit / actual (%)	49 / 8
Free float (%)	51.0
Dividend policy (%)	≥ 40

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	0.6	10.1	(7.9)
Relative to SET	1.6	10.4	4.3

Source: SET, InnovestX Research

### 2023 Sustainability/2022 ESG Score

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

### ESG Bloomberg Rank in the sector

ESG Score Rank	7/27
Environmental Score Rank	7/27
Social Score Rank	8/27
Governance Score Rank	1/27

### ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

BEM มีคะแนน ESG สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม และสูงกว่าค่าเฉลี่ยในแต่ละด้านด้วย (สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล)

Source: Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### กิตติสาร พุทธิภัท, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

kittisorn.pruitipat@scb.co.th

### จุดเด่น

BEM เป็นผู้ให้บริการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนและระบบคมนาคมขนส่งชั้นนำในประเทศไทยและภูมิภาค บริษัทกำลังพิจารณาขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจที่เติบโตเร็วอื่นๆ ซึ่งให้ผลตอบแทนดี เช่น โครงการโครงสร้างพื้นฐานอื่นๆ การพัฒนาเชิงพาณิชย์ หรือ การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ทั้งในประเทศและต่างประเทศ

### แนวโน้มธุรกิจ

ธุรกิจทางด่วนอยู่ในช่วงฟื้นตัวเนื่องจากการเดินทางสัญจรกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจากสถานการณ์โควิด-19 คลี่คลาย สำหรับระยะกลางและระยะยาว ธุรกิจทางด่วนมีแนวโน้มเติบโตจำกัด เนื่องจากบริษัทยังไม่มีแผนขยายการลงทุนหรือสร้างทางด่วนสายใหม่ นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าปริมาณจราจรบนทางด่วนถึงจุดอิ่มตัวแล้ว สำหรับ MRT โมเมนต์ธุรกิจยังอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น แม้จำนวนผู้โดยสารได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 เช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตาม แนวโน้มระยะกลางและระยะยาวยังคงเป็นบวก โดยได้รับการสนับสนุนจากการขยายเส้นทางเดินรถไฟฟ้าเพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยให้จำนวนผู้โดยสารโดยรวมในระบบรถไฟฟ้าปรับตัวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ เรายังเชื่อว่าประชาชนจะเปลี่ยนแปลงพฤติกรรม โดยหันมาใช้บริการรถไฟฟ้าเพิ่มมากขึ้นเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาการจราจรติดขัด

Bullish views	Bearish views
1. ผลประกอบการอยู่ช่วงฟื้นตัว	1. อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวสูงขึ้น
2. ผลกระทบจากสัญญาใหม่ของ TTW ก่อนข้างจำกัด	2. ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกจะจำกัด upside ในระยะสั้น
3. แนวโน้ม upside จากหลายๆ โครงการ เช่น โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก และโครงการ double deck	3. รายได้เงินปันผลจาก TTW มีแนวโน้มลดลงในปี 2567

### ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
พัฒนาการล่าสุด	ตุลาการเห็นควรให้ยกฟ้องคดีรถไฟฟ้ายาสีส้ม ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ BEM	บวก	พัฒนาการดังกล่าวจะนำไปสู่ผลการตัดสินใจที่เป็นบวกสำหรับคดีรถไฟฟ้ายาสีส้มตะวันตก
แนวโน้มกำไรระยะสั้น	โมเมนต์กำไรไตรมาส 2Q67	ดีขึ้น QoQ และ YoY	การเติบโต QoQ จะได้แรงหนุนจากรายได้เงินปันผลจากเงินลงทุนใน CKP และ TTW สำหรับ YoY การเติบโตน่าจะได้แรงหนุนจากปริมาณการจราจรที่เพิ่มขึ้น
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2567	พัฒนาการเกี่ยวกับโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก/โครงการ double deck	บวก/ลบ	พัฒนาการเชิงบวกของสองโครงการนี้จะเพิ่ม upside ให้กับราคาเป้าหมายของ BEM

### การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1ppt ในอัตราดอกเบี้ยของปริมาณรถที่ใช้ทางด่วน	1.8%	0.1 บาท/หุ้น

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

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

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

<b>Bloomberg ESG Score</b>	<b>43.14 (2022)</b>
Rank in Sector	7/27

	<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Ratings</b>
BEM	5	No	Yes	AA

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

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

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

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

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาล (G)**

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

**ESG Disclosure Score**

	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>45.41</b>	<b>43.14</b>
<b>Environment</b>	<b>29.27</b>	<b>16.79</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Total Energy Consumption	216.10	—
Waste Reduction Policy	Yes	Yes

<b>Social</b>	<b>19.44</b>	<b>25.12</b>
Human Rights Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Equal Opportunity Policy	Yes	Yes
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Anti-Bribery Ethics Policy	Yes	Yes

<b>Governance</b>	<b>87.36</b>	<b>87.36</b>
Size of Audit Committee	3	3
Number of Independent Directors on Audit Committee	3	3
Company Conducts Board Evaluations	Yes	Yes
Number of Executives / Company Managers	5	7
Director Share Ownership Guidelines	No	No

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 และขึ้นอยู่กับข้อมูลการเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

## 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	17,612	18,582	19,684
Cost of goods sold	(Btmn)	(10,310)	(8,427)	(6,990)	(8,447)	(9,311)	(9,414)	(9,447)	(9,644)
<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>8,198</b>	<b>9,135</b>	<b>10,040</b>
SG&A	(Btmn)	(1,336)	(1,347)	(1,160)	(1,160)	(1,241)	(1,339)	(1,412)	(1,496)
Other income	(Btmn)	707	830	755	772	764	817	831	977
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>5,366</b>	<b>6,244</b>	<b>7,211</b>
Corporate tax	(Btmn)	(1,755)	(382)	(134)	(398)	(737)	(1,073)	(1,249)	(1,442)
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>4,293</b>	<b>4,995</b>	<b>5,769</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>4,293</b>	<b>4,995</b>	<b>5,769</b>
EBITDA	(Btmn)	9,194	6,404	4,461	6,625	9,076	10,030	10,784	11,791
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.17</b>	<b>0.13</b>	<b>0.07</b>	<b>0.16</b>	<b>0.23</b>	<b>0.28</b>	<b>0.33</b>	<b>0.38</b>
Net EPS	(Bt)	0.36	0.13	0.07	0.16	0.23	0.28	0.33	0.38
DPS	(Bt)	0.15	0.10	0.08	0.12	0.14	0.17	0.20	0.23

### 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	7,120	11,210	15,672
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>112,676</b>	<b>115,224</b>	<b>118,132</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	13,608	13,694	13,787
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>72,859</b>	<b>72,987</b>	<b>73,123</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>39,817</b>	<b>42,237</b>	<b>45,009</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>2.54</b>	<b>2.49</b>	<b>2.47</b>	<b>2.44</b>	<b>2.46</b>	<b>2.60</b>	<b>2.76</b>	<b>2.94</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	4,293	4,995	5,769
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	7,825	8,900	9,572
Investing cash flow	(Btmn)	(7,061)	(4,593)	(4,526)	(1,177)	(2,692)	(2,435)	(2,455)	(2,366)
Financing cash flow	(Btmn)	1,769	(19)	598	(3,711)	(5,393)	(4,443)	(2,576)	(2,997)
<b>Net cash flow</b>	(Btmn)	<b>178</b>	<b>910</b>	<b>(482)</b>	<b>656</b>	<b>(542)</b>	<b>947</b>	<b>3,869</b>	<b>4,210</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	46.5	49.2	51.0
Operating margin	(%)	27.7	27.5	24.0	31.5	35.6	38.9	41.6	43.4
EBITDA margin	(%)	57.1	47.5	41.6	47.2	55.4	56.9	58.0	59.9
EBIT margin	(%)	32.1	33.7	31.1	37.0	40.2	43.6	46.0	48.4
Net profit margin	(%)	33.7	15.2	9.4	17.4	21.2	24.4	26.9	29.3
ROE	(%)	14.0	5.4	2.7	6.5	9.2	10.8	11.8	12.8
ROA	(%)	1.7	1.8	0.9	2.1	3.1	3.8	4.4	4.9
Net D/E	(x)	1.7	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
Interest coverage	(x)	5.3	3.0	2.0	2.8	3.8	4.3	4.7	5.1
Debt service coverage	(x)	0.9	0.5	0.4	0.6	0.6	0.8	0.8	0.9
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	1,141	1,179	1,210
Ridership for mass transit	('000 trips/day)	337	260	147	274	390	449	494	551
CD revenue	(Btmn)	783	825	822	921	1,117	1,173	1,231	1,293

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total revenue	(Btmn)	3,094	3,261	3,739	3,935	4,099	3,908	4,182	4,186
Cost of goods sold	(Btmn)	(1,905)	(2,051)	(2,094)	(2,396)	(2,339)	(2,333)	(2,391)	(2,248)
<b>Gross profit</b>	(Btmn)	<b>1,189</b>	<b>1,210</b>	<b>1,644</b>	<b>1,539</b>	<b>1,760</b>	<b>1,574</b>	<b>1,791</b>	<b>1,938</b>
SG&A	(Btmn)	(264)	(304)	(278)	(313)	(301)	(322)	(297)	(321)
Other income	(Btmn)	65	383	266	58	50	390	266	58
Interest expense	(Btmn)	(570)	(583)	(604)	(604)	(572)	(601)	(602)	(596)
<b>Pre-tax profit</b>	(Btmn)	<b>419</b>	<b>706</b>	<b>1,028</b>	<b>680</b>	<b>937</b>	<b>1,043</b>	<b>1,158</b>	<b>1,079</b>
Corporate tax	(Btmn)	(83)	(72)	(165)	(77)	(187)	(142)	(188)	(220)
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>	(Btmn)	<b>336</b>	<b>634</b>	<b>863</b>	<b>603</b>	<b>749</b>	<b>901</b>	<b>970</b>	<b>859</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	(Btmn)	<b>336</b>	<b>634</b>	<b>863</b>	<b>603</b>	<b>749</b>	<b>901</b>	<b>970</b>	<b>859</b>
EBITDA	(Btmn)	1,316	1,664	2,063	2,381	2,114	2,227	2,402	2,333
<b>Core EPS (Bt)</b>	(Bt)	<b>0.02</b>	<b>0.04</b>	<b>0.06</b>	<b>0.04</b>	<b>0.05</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.02	0.04	0.06	0.04	0.05	0.06	0.06	0.06

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total current assets	(Btmn)	4,987	4,448	6,495	5,566	5,228	4,567	5,469	5,247
Total fixed assets	(Btmn)	83,388	82,779	82,433	81,997	81,299	80,817	80,041	79,500
<b>Total assets</b>	(Btmn)	<b>115,682</b>	<b>115,474</b>	<b>116,471</b>	<b>114,128</b>	<b>113,091</b>	<b>111,849</b>	<b>112,850</b>	<b>112,496</b>
Total loans	(Btmn)	70,669	71,200	71,801	70,441	69,202	69,729	69,193	68,303
Total current liabilities	(Btmn)	9,969	15,287	12,344	12,092	12,235	12,251	15,572	15,566
Total long-term liabilities	(Btmn)	67,477	62,345	66,364	64,773	63,521	63,913	60,571	59,265
<b>Total liabilities</b>	(Btmn)	<b>77,446</b>	<b>77,632</b>	<b>78,708</b>	<b>76,865</b>	<b>75,756</b>	<b>76,164</b>	<b>76,143</b>	<b>74,832</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>38,236</b>	<b>37,842</b>	<b>37,763</b>	<b>37,264</b>	<b>37,334</b>	<b>35,685</b>	<b>36,707</b>	<b>37,664</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	(Bt)	<b>2.50</b>	<b>2.48</b>	<b>2.47</b>	<b>2.44</b>	<b>2.44</b>	<b>2.33</b>	<b>2.40</b>	<b>2.46</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Core Profit	(Btmn)	336	634	863	603	749	901	970	859
Depreciation and amortization	(Btmn)	327	375	431	298	605	583	642	659
Operating cash flow	(Btmn)	1,675	1,062	843	5,320	2,235	1,731	2,198	1,380
Investing cash flow	(Btmn)	1,327	930	3,315	(8,028)	1,116	795	1,112	(5,714)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,467)	(2,404)	(3,540)	5,836	(3,277)	(3,314)	(2,546)	3,744
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>535</b>	<b>(412)</b>	<b>618</b>	<b>3,127</b>	<b>74</b>	<b>(789)</b>	<b>763</b>	<b>(590)</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Gross margin	(%)	38.4	37.1	44.0	39.1	42.9	40.3	42.8	46.3
Operating margin	(%)	29.9	27.8	36.5	31.2	35.6	32.1	35.7	38.6
EBITDA margin	(%)	42.5	51.0	55.2	60.5	51.6	57.0	57.4	55.7
EBIT margin	(%)	32.0	39.5	43.7	52.9	36.8	42.1	42.1	40.0
Net profit margin	(%)	10.9	19.4	23.1	15.3	18.3	23.1	23.2	20.5
ROE	(%)	3.5	6.7	9.1	6.4	7.9	9.8	10.4	9.2
ROA	(%)	1.2	2.2	3.0	2.1	2.6	3.2	3.4	3.0
Net D/E	(x)	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8
Interest coverage	(x)	2.3	2.9	3.4	3.9	3.7	3.7	4.0	3.9

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Traffic for toll roads	('000 trips/day)	963	1,026	1,083	1,101	1,129	1,099	1,113	1,126
Ridership for mass transit	('000 trips/day)	188	231	313	349	382	411	382	416
CD revenue	(Btmn)	196	207	242	276	255	277	279	306

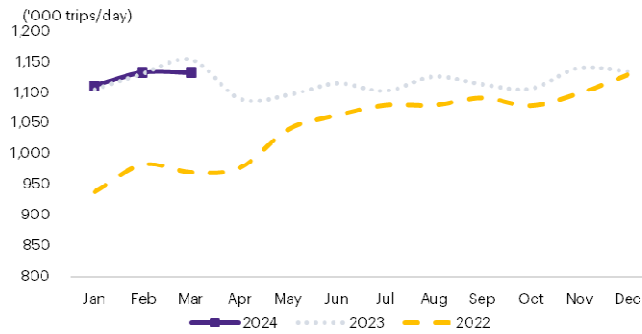
**Figure 1: 1Q24F results preview**

Unit: Btmn	1Q23	4Q23	1Q24F	QoQ	YoY
Revenue from expressway business	2,276	2,260	2,290	1.3%	0.6%
Revenue from rail business	1,568	1,621	1,692	4.4%	7.9%
Revenue from commercial development business	255	306	310	1.3%	21.6%
<b>Total revenue</b>	<b>4,099</b>	<b>4,186</b>	<b>4,292</b>	2.5%	4.7%
Cost of expressway business	(733)	(745)	(770)	3.4%	5.0%
Cost of rail business	(1,504)	(1,407)	(1,530)	8.7%	1.7%
Cost of commercial development business	(102)	(96)	(100)	4.2%	-2.0%
<b>Total COGS</b>	<b>(2,339)</b>	<b>(2,248)</b>	<b>(2,400)</b>	6.8%	2.6%
<b>Gross profit</b>	<b>1,760</b>	<b>1,938</b>	<b>1,892</b>	-2.4%	7.5%
SG&A	(301)	(321)	(310)	-3.4%	2.8%
<b>Operating profit</b>	<b>1,459</b>	<b>1,617</b>	<b>1,582</b>	-2.2%	8.5%
Other income/(expense)	50	58	55	-4.7%	9.1%
<b>EBIT</b>	<b>1,509</b>	<b>1,675</b>	<b>1,637</b>	-2.3%	8.5%
Equity income	0	0	0	na.	na.
Interest expense	(572)	(596)	(600)	0.7%	4.8%
<b>EBT</b>	<b>936</b>	<b>1,079</b>	<b>1,037</b>	-3.9%	10.7%
Income tax	(187)	(220)	(207)	-5.5%	10.7%
Minority interests	0	(0)	0	na.	na.
<b>Core profit</b>	<b>749</b>	<b>859</b>	<b>830</b>	-3.5%	10.7%
Extra items	0	0	0	na.	na.
<b>Net income</b>	<b>749</b>	<b>859</b>	<b>830</b>	-3.5%	10.7%
EPS (Bt/sh.)	0.05	0.06	0.05	-3.5%	10.7%
<b>Ratio analysis</b>					
SG&A to sales (%)	7.4	7.7	7.2		
Operating profit margin (%)	35.6	38.6	36.9		
Net profit margin (%)	18.3	20.5	19.3		

Source: InnovestX Research, BEM

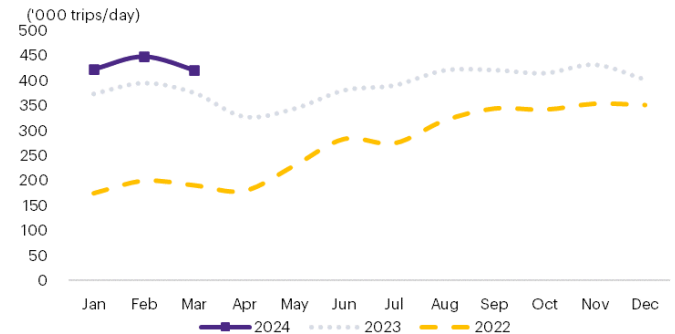
## Appendix

**Figure 2: Expressway traffic**



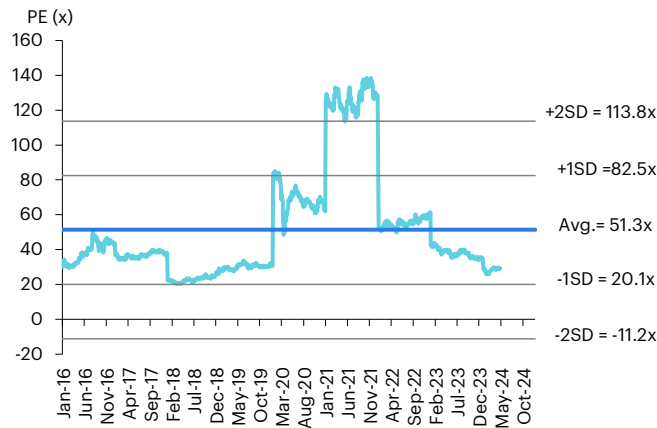
Source: Company data and InnovestX Research

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



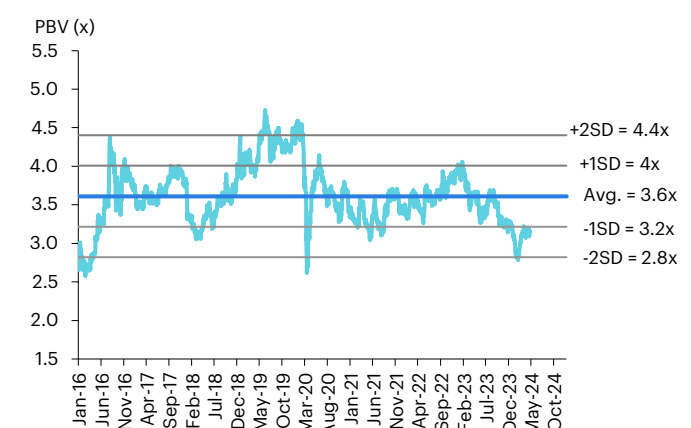
Source: Company data and InnovestX Research

**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	50,733	3.3	
Mass transit business	62,475	4.1	
Commercial development business	14,099	0.9	
Investments (CKP & TTW)	10,669	0.7	Market price
<b>Target price</b>	<b>137,975</b>	<b>9.0</b>	

Source: InnovestX Research, BEM

**Figure 7: Valuation summary (Price as of Apr 25, 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	2,794	10.7	9.1	8.7	11.1	17.6	5.0	0.5	0.5	0.5	4.5	5.4	5.8	4.5	5.1	5.2	6.0	5.6	5.5
MTR Corp Ltd	Hong Kong	19,851	10.8	9.1	11.0	83.8	19.0	(17.3)	0.9	0.8	0.8	5.3	5.3	5.3	8.7	9.1	7.0	8.9	7.3	7.2
East Japan Railway Co	Japan	20,995	16.9	15.0	13.2	28.2	12.2	14.0	1.2	1.1	1.1	1.7	1.9	2.0	7.2	7.6	8.2	10.4	9.8	9.4
West Japan Railway Co	Japan	9,328	14.8	13.6	12.9	13.3	9.2	5.3	1.3	1.2	1.1	2.4	2.6	2.8	8.9	9.1	8.9	8.6	8.2	7.9
Bangkok Expressway & Metro PCL	Thailand	3,356	31.7	28.4	25.8	12.6	11.6	10.0	3.1	3.0	2.8	1.8	1.9	2.3	10.1	10.7	10.9	20.5	19.2	18.2
BTS Group Holdings PCL	Thailand	2,236	88.1	41.9	n.m.	23.3	110.1	n.m.	1.5	1.6	n.a.	2.5	2.7	5.0	1.4	2.7	n.a.	47.0	52.6	n.a.
<b>Average</b>			<b>28.8</b>	<b>19.5</b>	<b>14.3</b>	<b>28.7</b>	<b>30.0</b>	<b>3.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.3</b>	<b>3.9</b>	<b>6.8</b>	<b>7.4</b>	<b>8.0</b>	<b>16.9</b>	<b>17.1</b>	<b>9.6</b>

Source: Bloomberg Finance L.P., InnovestX Research



**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระณีน 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 กริสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจย 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 ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของคุณภาพของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง 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 โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด



**CG Rating 2023 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

7UP, AAV, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, ARIP, ARROW, ASEFA, ASK, ASP, ASW, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBIK, BBL, BC, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BJCHI, BKI, BLA, BOL, BPP, BRI, BROOK, BRR, BTS, BTW, BWG, BYD, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COTTO, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CSC, CSS, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FSX, FVC, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, ICN, III, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITCL, IVL, JAS, JTS, KBANK, KCC, KCE, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, KUN, LALIN, LANNNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MEGA, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NKI, NOBLE, NRF, NTV, NVD, NWR, NYT, OCC, OISHI<sup>1</sup>, ONEE, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PLANB, PLAT, PLUS, PM, POLY, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRINC, PRM, PRTR, PSH, PSL, PT, PTC, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMP, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, 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, TNDT, 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, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITCL, IVL, JAS, JKN, JR, JTS, KASSET, KBANK, KBS, KCAR, KCCAMC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NRF, NWR, OCC, OGC, OR, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RS, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNJI, TASCOC, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TRT, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ประกาศเจตนา)**

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, AUCTION, 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, DTICI, 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, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEGA, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NDR, 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, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, QTCC, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWAD, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCGD, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SINGER, SINO, SISB, SJWD, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUJ, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPP, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TWP, 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.