

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 8.00

(From: Bt 9.00)

15 JULY 2025

Upside : 50.9%

Bangkok Exp. & Metro (BEM TB)

ผลบวกเพิ่มจากนโยบาย 20 บาทตลอดสาย

แม้ปรับกำไรลง 5% ต่อปี ในปี 2025-27F สะท้อนจำนวนผู้โดยสารและยอดการใช้ทางด่วนที่อ่อนแอ แต่ยังคงแนะนำ “ซื้อ” BEM เราคาดว่ากำไรจะกลับมาเติบโตในปีหน้า และมีผลบวกเพิ่มเติมจากนโยบายค่าโดยสารสูงสุด 20 บาทตลอดสายของรัฐบาล เราให้มูลค่า BEM ที่ 8.0 บาท/หุ้น



SAKSID PHADTHANANARAK

662-779-9119

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 8 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

จำนวนผู้โดยสารและยอดการใช้ทางด่วนที่ต่ำกว่าคาด ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรของ BEM ลง 5% ต่อปี ในปี 2025-27F (Exhibit 3) และปรับลดราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) จาก 9.0 บาท เหลือ 8.0 บาท อย่างไรก็ตาม เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” BEM 1) แม้ในปีนี้กำไรจะลดลง 3% แต่เราคาดว่ากำไรจะกลับมาเติบโตเฉลี่ย 6% ต่อปี ในปี 2026-27F และมีผลบวกเพิ่มเติมต่อประมาณการของเรหากรัฐบาลสามารถดำเนินนโยบายค่าโดยสารรถไฟฟ้าสูงสุด 20 บาทตลอดสาย ได้ตามแผนในเดือนตุลาคมนี้ 2) BEM เป็นบริษัทที่มีพื้นฐานแข็งแกร่ง มีสิทธิประโยชน์โครงสร้างพื้นฐานที่ดี และมีสัญญาสัมปทานระยะยาวถึง 10 ปีสำหรับทางด่วน และ 25 ปีสำหรับรถไฟฟ้าขนส่งมวลชน และ 3) ปัจจุบัน BEM ซื้อขายที่ PE ต่ำสุดที่ 20-22 เท่า ในปี 2025-27F นับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนใน SET เมื่อปี 2016

กำไรพื้นฐานปีหน้าพร้อมผลบวกเพิ่มเติม

ธุรกิจทางด่วนของ BEM เติบโตเต็มที่แล้ว โดยมีอัตราการเติบโตของยอดการใช้ทางด่วนเพียง 1-2% ต่อปี ขณะที่ธุรกิจรถไฟฟ้ายังคงมีอัตราการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารอยู่ที่ 5-6% ต่อปี อย่างไรก็ตาม ผลกระทบจากแผ่นดินไหว ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว และจำนวนนักท่องเที่ยวที่ยังอ่อนแอ ทำให้ยอดการใช้ทางด่วนใน 1H25 ลดลง 1.4% y-y และจำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้นเพียง 1.5% y-y ด้วยมองว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในปีหน้า เราคาดว่าจะลดการใช้ทางด่วนของ BEM จะเติบโตที่ -2/1/1% ในปี 2025-27F ขณะที่จำนวนผู้โดยสารจะเติบโตที่ 0/5/5% ซึ่งจะทำให้กำไรของ BEM ลดลง 3% y-y ก่อนที่จะกลับมาเติบโตเฉลี่ยปีละ 6% y-y ในปี 2026-27F โดยเรายังไม่ได้คำนวณนโยบายค่าโดยสารรถไฟฟ้าสูงสุด 20 บาทตลอดสายของรัฐบาลมารวมไว้ในประมาณการ ซึ่งหากมีการดำเนินการจริงจะเป็นผลบวกเพิ่มเติมต่อประมาณการของเรา

นโยบายค่าโดยสารรถไฟฟ้าสูงสุด 20 บาทตลอดสาย

คณะรัฐมนตรีได้อนุมัตินโยบายค่าโดยสารรถไฟฟ้าสูงสุด 20 บาทตลอดสาย เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2025 เป็นต้นไป โดยค่าโดยสารของรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินของ BEM ปัจจุบันมีอัตราค่าโดยสารตามระยะทางอยู่ที่ 17-45 บาทต่อเที่ยว รัฐบาลกำลังเจรจากับ BEM เรื่องโครงสร้างเงินอุดหนุนค่าโดยสาร โดย BEM จะขอรับ 1) เงินอุดหนุนส่วนต่างค่าโดยสาร 100% สำหรับระดับผู้โดยสารปกติ และ 2) เงินอุดหนุนค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพิ่มเติม เพื่อรองรับจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นจากแผนนี้ ปัจจุบันเรายังไม่ได้รวมนโยบายนี้ในประมาณการกำไรของเรา แต่การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของกำไรแสดงให้เห็นว่าหากจำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้น 10-30% จะหนุนกำไรของ BEM ให้เพิ่มขึ้น 6-17% (Exhibit 8)

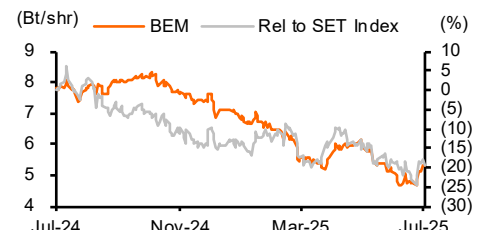
โครงการทางด่วนสองชั้น

โครงการทางด่วนสองชั้นยังคงรอการอนุมัติจากคณะรัฐมนตรี และ BEM คาดว่าจะได้รับโครงการนี้ภายในปีหน้า มูลค่าการลงทุนประมาณ 3.5 หมื่นลบ. ระยะเวลาก่อสร้าง 4 ปี ผลตอบแทนสำหรับ BEM: BEM จะได้รับการขยายสัมปทานทางด่วนชั้นที่หนึ่งและชั้นที่สองออกไปอีก 22 ปี 5 เดือน โดยจะสิ้นสุดในปี 2058 โครงการนี้จะช่วยเพิ่มความสามารถในการรองรับ โดยจะเพิ่มพื้นที่ผิวทางขึ้นอีก 20% ช่วยแก้ปัญหาความแออัดบนทางด่วนได้มากขึ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	17,004	17,047	17,621	18,238
Net profit	3,768	3,668	3,889	4,127
Consensus NP	—	3,956	4,216	4,403
Diff frm cons (%)	—	(7.3)	(7.7)	(6.3)
Norm profit	3,768	3,668	3,889	4,127
Prev. Norm profit	—	3,871	4,078	4,331
Chg frm prev (%)	—	(5.2)	(4.6)	(4.7)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	8.3	(2.7)	6.0	6.1
Norm PE (x)	21.5	22.1	20.8	19.6
EV/EBITDA (x)	19.9	19.8	18.8	18.4
P/BV (x)	2.2	2.1	2.0	2.0
Div yield (%)	2.8	2.7	2.9	3.1
ROE (%)	10.2	9.8	10.0	10.2
Net D/E (%)	232.3	223.3	203.5	200.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 15-Jul-25 (Bt)	5.30
Market Cap (US\$ m)	2,500.5
Listed Shares (m shares)	15,285.0
Free Float (%)	45.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.9
12M Price H/L (Bt)	8.30/4.66
Sector	Transportation
Major Shareholder	CK Pcl 37.9%

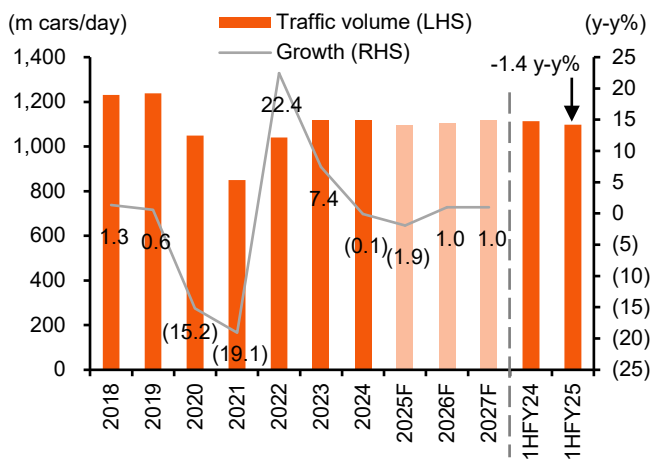
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

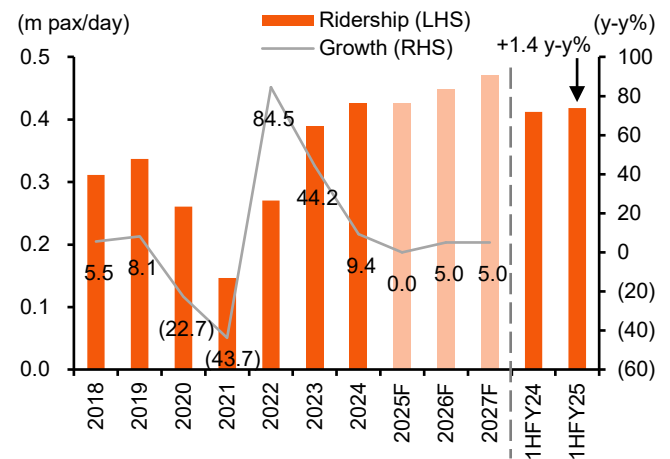
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: BEM's Traffic Volume



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: BEM's Ridership



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Key Assumption Changes

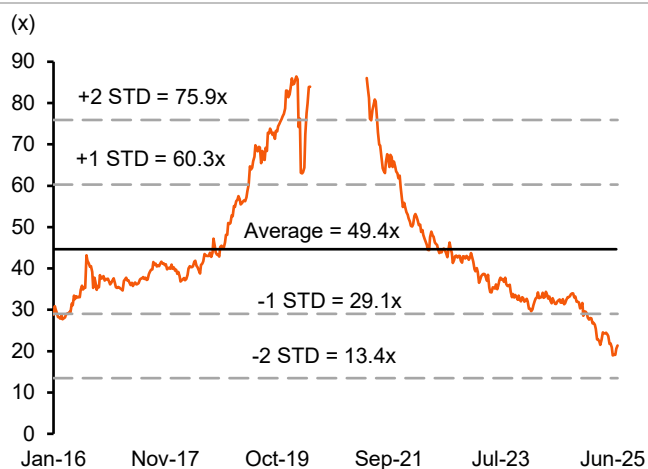
	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Traffic volume (000 cars/day)						
New	1,039.6	1,116.8	1,115.9	1,094.4	1,105.4	1,116.4
Old				1,104.8	1,115.8	1,127.0
Change (%)				0.9	0.9	0.9
Ridership (000 trips/day)						
New	270.6	390.3	426.9	426.9	448.2	470.7
Old				444.0	470.6	494.1
Change (%)				(3.9)	(4.8)	(4.7)
Revenue (Bt m)						
New	14,029	16,375	17,004	17,047	17,621	18,238
Old				17,463	18,092	18,738
Change (%)				(2.4)	(2.6)	(2.7)
Gross margin (%)						
New	39.8	43.1	44.1	44.2	44.2	44.5
Old				44.5	44.2	44.2
Change (ppt)				(0.3)	0.0	0.3
Normalized profit (Bt m)						
New	2,436	3,479	3,768	3,668	3,889	4,127
Old				3,871	4,078	4,279
Change (%)				(5.2)	(4.6)	(4.7)

Sources: Company data, Thanachart estimates

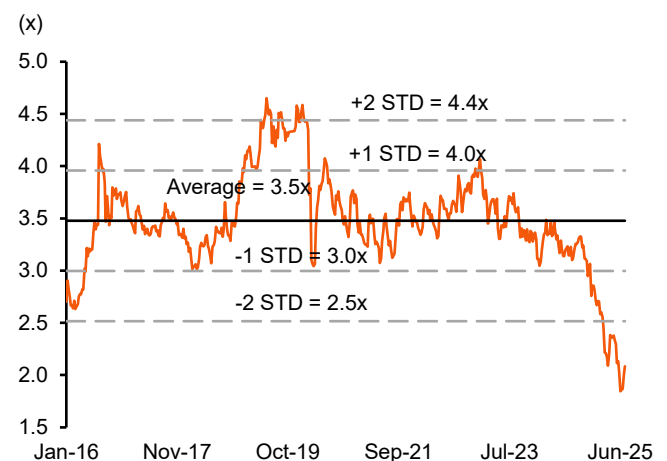
Ex 4: Our DCF-derived SOTP-based TP For BEM

BBG code	% holding	Our TP (Bt)	Fair value (Bt m)	15% discount (Bt m)	Share price (Bt/share)	Market value (Bt m)
TTW TB	18.5%	9.0	6,633	5,638	8.9	6,522
CKP TB	16.8%	5.0	6,837	5,811	2.5	3,473
Orange Line				7,808		
Total				19,257		9,995
Per BEM share (Bt)				1.3		0.7
Mass-transit business value (Bt)				6.6		
Our TP (Bt)				8.0		

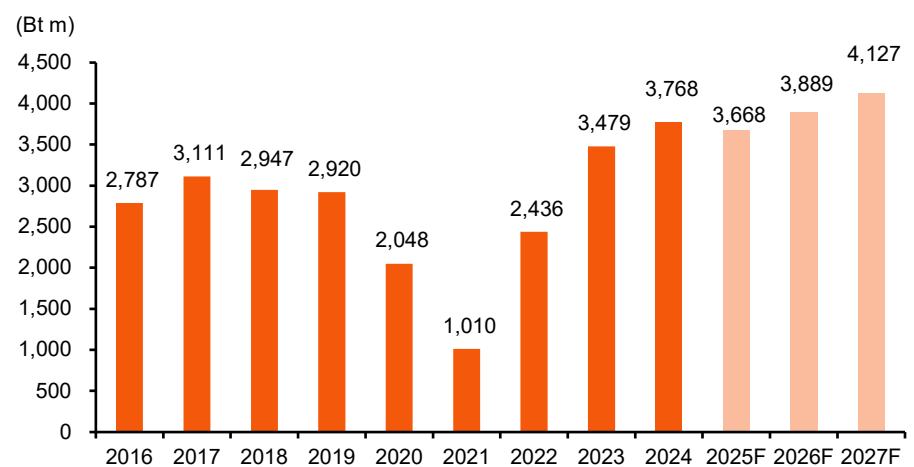
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: BEM's PE Standard Deviation

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: BEM's P/BV Standard Deviation

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: BEM's Normalized Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Sensitivity Analysis Of Our Earnings to Changes In Ridership

	Ridership ('000 trips/day)			Normalized profit (Bt m)			TP (Bt/share)
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
Our base case	427	448	471	3,668	3,889	4,127	8.0
BEM's guidance*	444	466	489	3,692	3,994	4,237	8.2
10% additional ridership @ Bt10 from Oct 25 onward	470	493	518	3,723	4,125	4,409	8.4
20% additional ridership @ Bt10 from Oct 25 onward	512	538	565	3,754	4,255	4,512	8.7
30% additional ridership @ Bt10 from Oct 25 onward	555	583	612	3,785	4,517	4,821	9.3

Source: Thanachart estimates

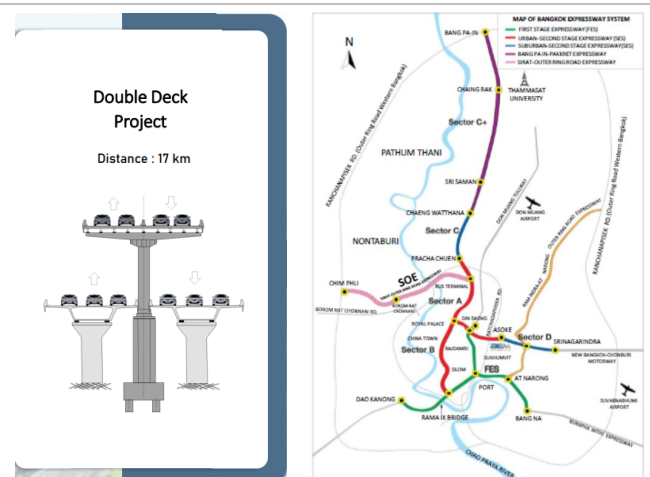
Note: * BEM expects its ridership to be 450,000-500,000 trips/day this year.

Ex 9: Bottleneck On Current Expressways



Source: Company data

Ex 10: Double-deck Expressway Project



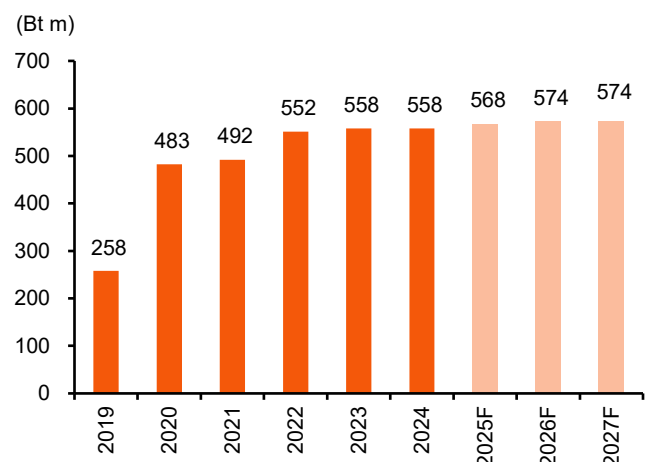
Source: Company data

Ex 11: BEM's Concession Periods

	Ending concession year	Right to renewal
Expressway: SES Sector A B C	October 2035	4 years 4 months
Expressway: SES Sector D	October 2035	10 years 11 month
Expressway: SES Sector C+	October 2035	11 years 6 months
Expressway: SOE	October 2042	—
Mass transit: Blue Line	March 2050	—
Mass transit: Purple Line	August 2043	—

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: BEM's Dividend Income



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div Yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Guangshen Railway	601333 CH	China	(5.0)	0.5	20.9	20.9	0.8	0.7	5.8	5.7	2.3	1.7
Central Japan Railway	9022 JP	Japan	(1.2)	(0.1)	7.2	7.2	0.6	0.6	7.4	7.3	1.0	1.0
Keisei Electric Railway	9009 JP	Japan	(33.6)	7.4	13.1	12.2	1.1	1.0	14.1	13.4	1.7	2.0
MTR Corp Ltd	66 HK	Hong Kong	(1.5)	2.1	9.9	9.7	0.9	0.8	10.6	9.9	4.8	4.8
Jungfraubahn Holding	JFN SW	Switzerland	0.5	(0.5)	15.1	15.2	1.5	1.5	8.8	8.9	3.7	3.7
Jiangsu Expressway	177 HK	China	3.4	5.1	9.1	8.7	1.1	1.1	12.8	12.1	5.3	5.3
Zhejiang Expressway	576 HK	China	1.9	3.5	7.4	7.1	0.8	0.8	6.7	6.5	5.6	5.6
Anhui Expressway	995 HK	China	8.1	4.4	10.4	9.9	1.3	1.3	9.4	9.1	5.9	6.3
Jasa Marga Persero	JSMR IJ	Indonesia	(16.2)	11.4	6.9	6.2	0.7	0.6	8.2	7.5	2.8	3.0
Bangkok Express & Metro	BEM TB*	Thailand	(2.7)	6.0	22.1	20.8	2.1	2.0	19.8	18.8	2.7	2.9
BTS Group Holdings	BTS TB**	Thailand	na	51.6	66.6	43.9	0.9	0.9	55.6	44.6	0.9	1.4
Average			(4.6)	8.3	17.2	14.7	1.1	1.0	14.5	13.1	3.3	3.4

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS
** BTS's financial year ends in March.
Based on 15 July 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (BEM) เป็นบริษัทที่ควบรวมระหว่าง บมจ. ทางด่วนกรุงเทพ (BECL TB) และบมจ. รถไฟฟ้ากรุงเทพ (BMCL TB) ดำเนินการบริหารโครงการทางด่วนและรถไฟฟ้าในประเทศไทย ภายใต้สัญญาสัมปทานแบบ Build-Transfer-operate จากการทางพิเศษแห่งประเทศไทยและการรถไฟฟ้าแห่งประเทศไทย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ทางด่วน และรถไฟฟ้าใต้ดินของ BEM มีเส้นทางผ่านใจกลางกรุงเทพฯ และมีจำนวนผู้ใช้บริการที่ดี
- สร้างกระแสเงินสดได้อย่างสม่ำเสมอและยั่งยืน

O — Opportunity

- การขยายเครือข่ายเส้นทางของ BEM น่าจะช่วยให้ผู้ใช้โดยสารและผู้ขับขี่รถยนต์เข้ามาใช้บริการระบบขนส่งที่มีอยู่
- การลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลจะสร้างโอกาสในการเติบโตสำหรับ BEM
- มีผู้ประกอบการเพียง 2 รายที่ดำเนินโครงการระบบขนส่งมวลชนในประเทศไทยในปัจจุบัน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	9.37	8.00	-15%
Norm profit 25F (Bt m)	3,956	3,668	-7%
Norm profit 26F (Bt m)	4,216	3,889	-8%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2025-26F ของเรต่ำกว่าของโบรกเกอร์อื่น 7-8% เนื่องจากเราให้สมมติฐานจำนวนผู้โดยสารและยอดทางด่วนอย่างระมัดระวังมากกว่า
- ราคาเป้าหมายของเรต่ำกว่าของตลาด 15% ตามประเมินการของเราที่ต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Rating Scale

Very Strong	5
Strong	4
Good	3
Fair	2
Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Awards

W — Weakness

- ตลาดรายได้ของ BEM จำกัดเฉพาะแต่ในกรุงเทพฯ
- ธุรกิจอยู่ภายใต้สัมปทาน ทำให้มีความเสี่ยงในการต่อเนื่องของธุรกิจ

T — Threat

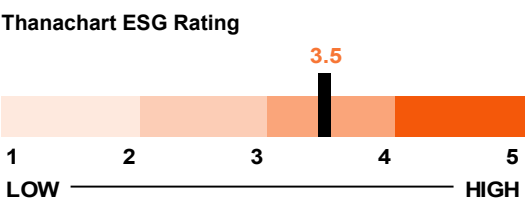
- การเข้ามาแทรกแซงการปรับค่าผ่านทางและอัตราค่าโดยสารของภาครัฐในอดีต แม้จะเป็นสัญญาสัมปทานก็ตาม
- ความล่าช้าในการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เศรษฐกิจและนักท่องเที่ยวที่อ่อนแอกว่าคาด อาจส่งผลให้ยอดขายทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารของ BEM เติบโตช้ากว่าที่คาดไว้ ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่อาจทำให้ประมาณการกำไรของเราลดลง
- การแทรกแซงจากรัฐบาลในการขึ้นค่าผ่านทางและค่าโดยสาร อาจเป็นความเสี่ยงเพิ่มเติมที่ทำให้ประมาณการกำไรของเราต่ำกว่าที่คาดไว้
- ค่าไฟฟ้าที่สูงกว่าคาด เป็นความเสี่ยงอีกประการหนึ่งที่อาจส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

BEM ถือสัมปทานที่ได้รับจากรัฐบาลในการบริหารทางด่วนศรีรัชและอุดรรัถยา รวมถึงเครือข่ายรถไฟฟ้ามวลชนสายสีน้ำเงินและสายสีม่วง นอกจากนี้ BEM ยังได้รับการจัดอันดับ ESG สูงสุด “AAA” จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) สำหรับปี 2024 เราให้คะแนน ESG แก่ BEM ในระดับดีที่ 3.45



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BEM	YES	AAA	-	BBB	58.97	42.66	52.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on “terms of use” in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ที่ดีที่ 3.8 แก่ BEM โดยทางด่วนของ BEM เองไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับสูง โครงการรถไฟฟ้ามวลชนของบริษัทเป็นสายไฟฟ้า นอกจากนี้ BEM ยังให้ความสำคัญกับประเด็น ESG อื่น ๆ พร้อมทั้งเป้าหมายการบรรลุผลในแต่ละเรื่องBEM ตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอน (carbon neutrality) ภายในปี 2050 และปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero) ภายในปี 2026 ผ่านโครงการประหยัดพลังงานต่างๆ เช่น การติดตั้งแผงโซลาร์บนหลังคา การเปลี่ยนรถยนต์ที่ใช้เครื่องยนต์สันดาปเป็นรถยนต์ไฟฟ้า (EV) เป็นต้น ในปี 2024 การปล่อยก๊าซเรือนกระจกของ BEM ลดลง 1.6% อยู่ที่ 141,552 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า (tCO2e) แม้จะตั้งเป้าลดการใช้พลังงานไว้ที่ 4% แต่การใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้น 3% ในปี 2024 เนื่องจากจำนวนผู้ใช้โดยสารที่มากขึ้นBEM ได้นำระบบเก็บค่าผ่านทางอัตโนมัติมาใช้ ซึ่งช่วยให้ผู้ใช้ทางด่วนประหยัดเวลาเดินทางและเชื้อเพลิง ลดปัญหาการจราจรติดขัด และลดมลพิษทางอากาศ นอกจากนี้ ยังมีการตรวจวัดคุณภาพอากาศโดยรอบและระดับเสียงรบกวนในบริเวณทางด่วนและรถไฟฟ้ามวลชน เพื่อให้มั่นใจว่าไม่เกินมาตรฐานBEM ให้ความสำคัญกับการจัดการมลพิษตามมาตรฐาน ISO14001 และการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) โดยได้รับรางวัล National Green Office Award ระดับ “ดีเยี่ยม” จากกรมเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศและสิ่งแวดล้อม
ด้านสังคม (SOCIAL)	<ul style="list-style-type: none">คะแนนด้านสังคม (S) ของ BEM อยู่ในระดับดีที่ 3.8 โดย BEM ปฏิบัติตามกฎหมายและหลักสิทธิมนุษยชนอย่างเคร่งครัด มีการปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเป็นธรรม และสร้างสภาพแวดล้อมการทำงานที่ปลอดภัยในปี 2024 คะแนนความผูกพันและความพึงพอใจของพนักงานอยู่ที่ 81% พร้อมมีการอบรมเฉลี่ย 41 ชั่วโมงต่อคนต่อปี ด้วยมาตรการป้องกันและควบคุมความปลอดภัย อัตราการเกิดอุบัติเหตุที่ทำให้ต้องหยุดงานของพนักงานอยู่ที่ 0.62 กรณี ต่อ 1 ล้านชั่วโมงทำงาน ขณะที่อัตราอุบัติเหตุร้ายแรงที่เกิดขึ้นกับผู้โดยสารเป็น 0 กรณี ครั้งต่อ 1 ล้านคน นอกจากนี้ ความพึงพอใจของชุมชนต่อกิจกรรมส่งเสริมความสัมพันธ์กับชุมชนอยู่ในระดับสูงที่ 96%BEM ได้รับการรับรองมาตรฐาน ISO 9001, ISO 45001, ISO 14001 และ ISO 27001 สำหรับการบริหารจัดการคุณภาพการให้บริการ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)	<ul style="list-style-type: none">อย่างไรก็ตาม เราให้คะแนนด้านบรรษัทภิบาล (G) แก่ BEM ที่ระดับ 3 เพื่อสะท้อนโครงสร้างคณะกรรมการที่ยังไม่เป็นไปตามเกณฑ์ที่เหมาะสมประธานคณะกรรมการไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ โดยในคณะกรรมการทั้งหมด 17 คน มีกรรมการอิสระเพียง 6 คน ซึ่งต่ำกว่าอัตราส่วนที่เหมาะสมคือ 2 ใน 3 นอกจากนี้ มีกรรมการหญิง 6 คนในทางบวก BEM มีคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการสรรหาและกำหนดค่าตอบแทน คณะกรรมการบรรษัทภิบาล คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง และคณะกรรมการพัฒนาที่ยั่งยืน โดยมีประธานคณะกรรมการเหล่านี้เป็นกรรมการอิสระBEM มีความยั่งยืนทางธุรกิจในระดับดี เนื่องจากมีสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐานที่แข็งแกร่งและมีระยะเวลาสัมปทานที่ยาวนาน

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	16,375	17,004	17,047	17,621	18,238
Cost of sales	9,311	9,497	9,509	9,825	10,117
Gross profit	7,064	7,507	7,537	7,796	8,120
% gross margin	43.1%	44.1%	44.2%	44.2%	44.5%
Selling & administration expenses	1,241	1,261	1,278	1,322	1,368
Operating profit	5,823	6,246	6,259	6,474	6,753
% operating margin	35.6%	36.7%	36.7%	36.7%	37.0%
Depreciation & amortization	1,968	2,099	2,098	2,116	2,181
EBITDA	7,790	8,345	8,357	8,590	8,934
% EBITDA margin	47.6%	49.1%	49.0%	48.8%	49.0%
Non-operating income	764	762	810	815	799
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,371)	(2,427)	(2,484)	(2,428)	(2,393)
Pre-tax profit	4,216	4,581	4,585	4,861	5,159
Income tax	737	813	917	972	1,032
After-tax profit	3,479	3,768	3,668	3,889	4,127
% net margin	21.2%	22.2%	21.5%	22.1%	22.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	3,479	3,768	3,668	3,889	4,127
Normalized profit	3,479	3,768	3,668	3,889	4,127
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3

We expect BEM's earnings to recover to a record-high next year

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	5,247	5,187	5,022	5,125	5,236
Cash & cash equivalent	2,070	2,136	1,963	1,963	1,963
Account receivables	897	908	910	941	974
Inventories	0	0	0	0	0
Others	2,280	2,143	2,149	2,221	2,299
Investments & loans	11,802	11,601	11,601	11,601	11,601
Net fixed assets	76,323	82,560	81,762	80,946	86,765
Other assets	19,123	33,425	36,197	34,747	33,297
Total assets	112,496	132,773	134,582	132,419	136,898
LIABILITIES:					
Current liabilities:	15,566	19,119	19,474	18,940	19,485
Account payables	1,615	3,420	3,424	3,538	3,643
Bank overdraft & ST loans	1,000	2,600	2,590	2,465	2,537
Current LT debt	12,246	12,184	12,625	12,013	12,362
Others current liabilities	705	915	834	924	944
Total LT debt	55,057	72,294	71,543	68,074	70,053
Others LT liabilities	4,208	4,800	5,583	5,802	6,034
Total liabilities	74,832	96,212	96,601	92,816	95,572
Minority interest	2	2	2	2	2
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	15,285	15,285	15,285	15,285	15,285
Share premium	5,817	5,817	5,817	5,817	5,817
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(3,241)	(5,981)	(5,981)	(5,981)	(5,981)
Retained earnings	19,801	21,438	22,859	24,481	26,203
Shareholders' equity	37,663	36,559	37,980	39,602	41,324
Liabilities & equity	112,496	132,773	134,582	132,419	136,898

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	4,216	4,581	4,585	4,861	5,159
Tax paid	(740)	(657)	(995)	(929)	(1,048)
Depreciation & amortization	1,968	2,099	2,098	2,116	2,181
Chg In working capital	(397)	1,794	2	83	72
Chg In other CA & CL / minorities	(44)	190	(8)	(25)	(42)
Cash flow from operations	5,002	8,007	5,682	6,106	6,322
Capex	(1,185)	(8,336)	(1,300)	(1,300)	(8,000)
Right of use	54	(30)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1,737	202	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,056)	(13,681)	(1,939)	1,718	1,732
Cash flow from investments	(450)	(21,844)	(3,289)	368	(6,318)
Debt financing	(2,138)	18,775	(319)	(4,208)	2,400
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,834)	(2,137)	(2,247)	(2,267)	(2,405)
Warrants & other surplus	(1,244)	(2,735)	0	0	0
Cash flow from financing	(5,216)	13,903	(2,565)	(6,475)	(4)
Free cash flow	3,817	(328)	4,382	4,806	(1,678)

Capex spike in 2027F is because we assume BEM starts to invest in the double-deck expressway

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	23.3	21.5	22.1	20.8	19.6
Normalized PE - at target price (x)	35.1	32.5	33.3	31.4	29.6
PE (x)	23.3	21.5	22.1	20.8	19.6
PE - at target price (x)	35.1	32.5	33.3	31.4	29.6
EV/EBITDA (x)	18.9	19.9	19.8	18.8	18.4
EV/EBITDA - at target price (x)	24.2	24.8	24.8	23.6	23.0
P/BV (x)	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0
P/BV - at target price (x)	3.2	3.3	3.2	3.1	3.0
P/CFO (x)	16.2	10.1	14.3	13.3	12.8
Price/sales (x)	4.9	4.8	4.8	4.6	4.4
Dividend yield (%)	2.6	2.8	2.7	2.9	3.1
FCF Yield (%)	4.7	(0.4)	5.4	5.9	(2.1)
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
EPS	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
DPS	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
BV/share	2.5	2.4	2.5	2.6	2.7
CFO/share	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
FCF/share	0.2	(0.0)	0.3	0.3	(0.1)

Sources: Company data, Thanachart estimates

BEM's valuation looks attractive to us with PEs of 20-22x in 2025-27F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	16.7	3.8	0.3	3.4	3.5
Net profit (%)	42.8	8.3	(2.7)	6.0	6.1
EPS (%)	42.8	8.3	(2.7)	6.0	6.1
Normalized profit (%)	42.8	8.3	(2.7)	6.0	6.1
Normalized EPS (%)	42.8	8.3	(2.7)	6.0	6.1
Dividend payout ratio (%)	61.5	60.9	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	43.1	44.1	44.2	44.2	44.5
Operating margin (%)	35.6	36.7	36.7	36.7	37.0
EBITDA margin (%)	47.6	49.1	49.0	48.8	49.0
Net margin (%)	21.2	22.2	21.5	22.1	22.6
D/E (incl. minor) (x)	1.8	2.4	2.3	2.1	2.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.8	2.3	2.2	2.0	2.0
Interest coverage - EBIT (x)	2.5	2.6	2.5	2.7	2.8
Interest coverage - EBITDA (x)	3.3	3.4	3.4	3.5	3.7
ROA - using norm profit (%)	3.1	3.1	2.7	2.9	3.1
ROE - using norm profit (%)	9.3	10.2	9.8	10.0	10.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.3	10.2	9.8	10.0	10.2
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	40.2	41.2	41.5	41.4	41.4
- leverage (x)	3.0	3.3	3.6	3.4	3.3
- interest burden (%)	64.0	65.4	64.9	66.7	68.3
- tax burden (%)	82.5	82.2	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
ROIC (%)	4.6	4.9	4.1	4.2	4.5
NOPAT (Bt m)	4,805	5,137	5,007	5,179	5,402
invested capital (Bt m)	103,896	121,501	122,775	120,190	124,312

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

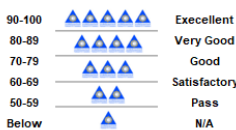
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB), บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP), เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS และ บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ยังคงเป็นผู้ถือหุ้นใน บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ (TNS) ผ่านการเป็นผู้ถือหุ้นของธนาคารทหารไทยธนชาติในสัดส่วนร้อยละ 24.974 ดังนั้น การจัดทาบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการของ TTB และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทาบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (SAWAD) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570, 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทาบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคม, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th