

**HOLD** (Unchanged)

Change in Numbers

**TP: Bt 2.50**

(From: Bt 5.10)

**17 DECEMBER 2025**

**Downside : 0.8%**

## BTS Group Holdings Pcl (BTS TB)

### ยังคงอยู่ในแดนลบ

ในเชิงย้อนแย้ง การชำระหนี้จาก BMA ให้กับ BTS ทำให้ BTS ต้องบันทึกผลขาดทุนเพิ่มขึ้น ซึ่งเราคาดว่าสถานการณ์นี้จะยืดเยื้อไปถึงปี 2029F เราคาดว่าหนี้สินสุทธิต่อทุนจะลดลงเป็น 1.2-1.3 เท่า ในปี FY26-27F แต่กำไรจากการดำเนินงานยังน่าจะต่ำกว่าดอกเบี้ยจ่าย คงคำแนะนำ “ถือ” BTS



**SAKSID PHADTHANARAK**

662-779-9119

saksid.pha@thanachartsec.co.th

#### ปรับลดกำไร และราคาเป้าหมาย แนะนำ “ถือ”

เรายังคงคำแนะนำ “ถือ” BTS 1) ผลขาดทุนใน 1HFY26 (งบสิ้นงวดเดือนมีนาคม) สูงกว่าคาด และรายได้ดอกเบี้ยที่ลดลง ทำให้เราปรับลดกำไรลงเป็นขาดทุนจากการดำเนินงานที่ 1.8-2.0 พันลบ.ต่อปี ในปี FY26-28F ราคาเป้าหมายถูกปรับลดลงเหลือ 2.5 บาท (จาก 5.1 บาท) 2) กรุงเทพมหานคร (กทม.) ได้ชำระหนี้ให้กับ BTS เป็นจำนวน 7.4 หมื่นลบ. ในเดือนเมษายน และธันวาคม 2024 และเดือนตุลาคม 2025 ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิต่อทุนของ BTS ลดลงมาอยู่ที่ 1.3 เท่า ในปี FY25 และ 1.2/1.3 เท่า ในปี FY26-27F จาก 2.6 เท่า ในปี FY24 เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยผิดนัดชำระหนี้สูงถึง MLR+1% บนหนี้ของกทม. การชำระหนี้ดังกล่าวจะทำให้รายได้ดอกเบี้ยของ BTS ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ 3) แม้โครงสร้างทางการเงินจะดีขึ้นจากการชำระหนี้ของกทม. แต่รายได้จากการดำเนินงานของ BTS ยังคงต่ำกว่าค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย และ 4) ราคาหุ้น BTS ได้ปรับตัวลดลงมาใกล้เคียงกับราคาเป้าหมายของเราแล้ว

#### ขาดทุนต่อเนื่องไปอีกหลายปี

BTS ได้ลงทุนจำนวนมากตลอดทศวรรษที่ผ่านมา แต่ผลตอบแทนจากการลงทุนบางส่วนยังคงอ่อนแอ ขณะที่การลงทุนที่ไม่ประสบความสำเร็จ เช่น Kerry Express (KEX ถูกเพิกถอนแล้ว) และ Singer Thailand (SINGER, not rated) ส่งผลให้ BTS ต้องบันทึกผลขาดทุนจากการดำเนินงานรวม 5 พันลบ. ในปี FY24 สำหรับโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลือง (มูลค่าเงินลงทุนรวม 9.9 หมื่นลบ.) เรามองว่าไม่ใช้การลงทุนที่แย แต่ยังต้องใช้เวลาในการพลิกกลับมาทำกำไรจากปัจจุบันที่ขาดทุนราว 1.6 พันลบ. ต่อปี เราคาดว่า EBIT รวมกับรายได้ดอกเบี้ยของ BTS จะอยู่ที่ 7/6/6 พันลบ. ในปี FY26-28F ซึ่งอยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่คาดไว้ที่ 7/6/6 พันลบ. ในช่วงเวลาเดียวกัน

#### ฟื้นตัวตั้งแต่ปี FY30F

เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ BTS จะกลับมาทำกำไร 1.2-4.7 พันลบ. ในปี FY30-32F หลังเปลี่ยนโครงสร้างสายสีเขียวหลักจากสัญญาสัมปทานรายได้ค่าโดยสาร มาเป็นสัญญาจ้างเดินรถและซ่อมบำรุง (O&M) ในช่วงเดือนธันวาคม 2029-42 ภายใต้สัญญาสัมปทานค่าโดยสารในปัจจุบัน BTS รับผิดชอบแบ่งกำไรผ่านกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานระบบขนส่งมวลชนทางราง บีทีเอสโกรท (BTSGIF, “ชื่อ”) ซึ่ง BTS ถือหุ้นอยู่ 33% และเป็นผู้ถือสิทธิในรายได้ค่าโดยสารสุทธิ ขณะที่ภายใต้สัญญา O&M นั้น BTS จะได้รับรายได้และกำไรจากการเดินรถและซ่อมบำรุงทั้งหมด

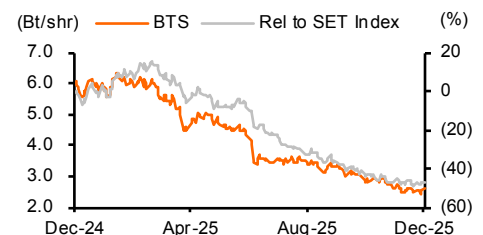
#### การซื้อคืนสัมปทานมีความไม่แน่นอน

รัฐบาลอยู่ระหว่างการศึกษานโยบายการซื้อคืนสัมปทานรถไฟฟ้าเพื่อจัดตั้งระบบการถือครองทรัพย์สินแบบเจ้าของรายเดี่ยว การรวมระบบด้วยโดยสาร และสนับสนุนนโยบายค่าโดยสารอัตราเดียว อย่างไรก็ตาม เราไม่คาดว่าจะการดำเนินการดังกล่าวจะเกิดขึ้นในเร็ว ๆ นี้ เนื่องจาก 1) รัฐบาลอยู่ในสถานะรัฐบาลรักษาการภายหลังการยุบสภา และ 2) แผนดังกล่าวต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก ซึ่งยังต้องใช้เวลาในการศึกษาและเตรียมความพร้อม รัฐบาลเคยกล่าวถึงกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน ค่าธรรมเนียมความแออัด และกองทุน Thailand Future Fund (TFFIF) ในฐานะแหล่งหรือกลไกเงินทุนที่อยู่ระหว่างการพิจารณา

#### COMPANY VALUATION

Y/E Mar (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	19,012	26,138	26,366	26,858
Net profit	2,117	(841)	(1,966)	(1,293)
Consensus NP	—	(117)	485	951
Diff frm cons (%)	—	na	na	na
Norm profit	(360)	(1,771)	(1,966)	(1,293)
Prev. Norm profit	—	822	1,264	2,038
Chg frm prev (%)	—	na	na	na
Norm EPS (Bt)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Norm EPS grw (%)	na	na	na	na
Norm PE (x)	na	na	na	na
EV/EBITDA (x)	55.1	27.7	25.6	23.9
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	na	na	na	na
Net D/E (%)	133.4	122.6	126.2	128.2

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Dec-25 (Bt)	2.52
Market Cap (US\$ m)	1,288
Listed Shares (m shares)	16,093.8
Free Float (%)	53.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.7
12M Price H/L (Bt)	6.35/2.44
Sector	Transportation
Major Shareholder	Mr. Keeree Kanjanapas 31.7%

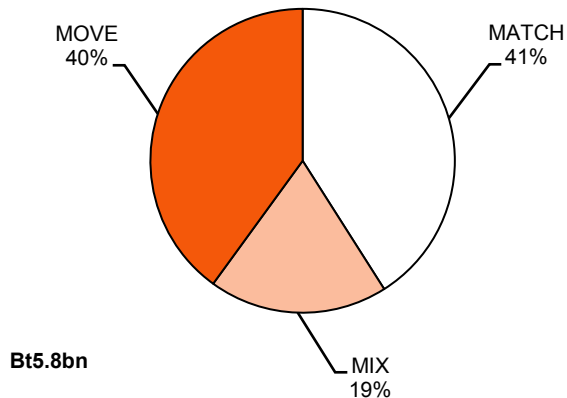
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

#### ESG Summary Report ..... P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

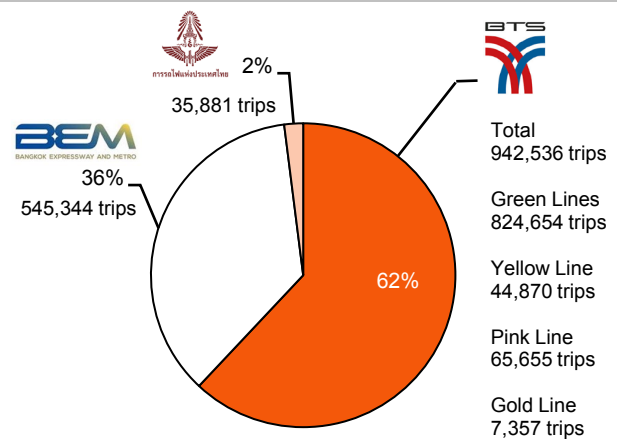
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมีการเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: BTS's Revenue Breakdown In 2QFY25



Source: Company data

Ex 2: Average Weekday Ridership Market Share In FY25



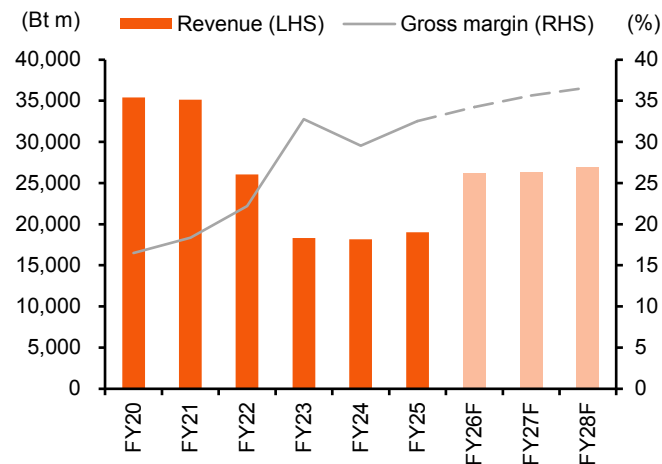
Source: Company data

Ex 3: Key Assumption Changes

	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
<b>Revenues (Bt m)</b>						
- New	18,311	18,175	19,012	26,138	26,366	26,858
- Old				27,233	27,506	27,845
- Change (%)				(4.0)	(4.1)	(3.5)
<b>Gross margin (%)</b>						
- New	32.8	29.5	32.5	34.3	35.6	36.6
- Old				33.8	34.8	35.6
- Change (ppt)				0.5	0.8	1.0
<b>SG&amp;A-to-sales ratio (%)</b>						
- New	22.6	25.4	27.0	24.5	24.5	24.5
- Old				22.5	22.0	21.5
- Change (ppt)				2.0	2.5	3.0
<b>Interest income (Bt m)</b>						
- New	4,751	5,845	5,779	3,538	2,106	2,000
- Old				4,453	3,876	3,507
- Change (%)				(20.5)	(45.7)	(43.0)
<b>Interest expenses (Bt m)</b>						
- New	3,818	6,008	6,936	7,304	6,307	5,685
- Old				7,175	6,695	6,116
- Change (%)				1.8	(5.8)	(7.0)
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	2,233	(1,966)	(360)	(1,771)	(1,966)	(1,293)
- Old				822	1,264	2,038
- Change (%)				na	na	na

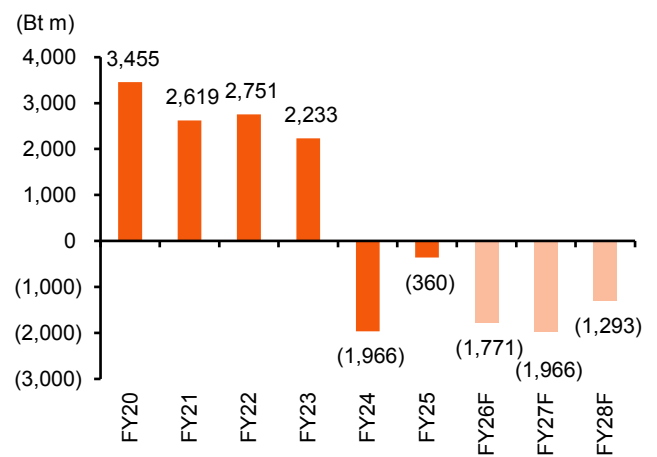
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: BTS's Revenue And Gross Margin



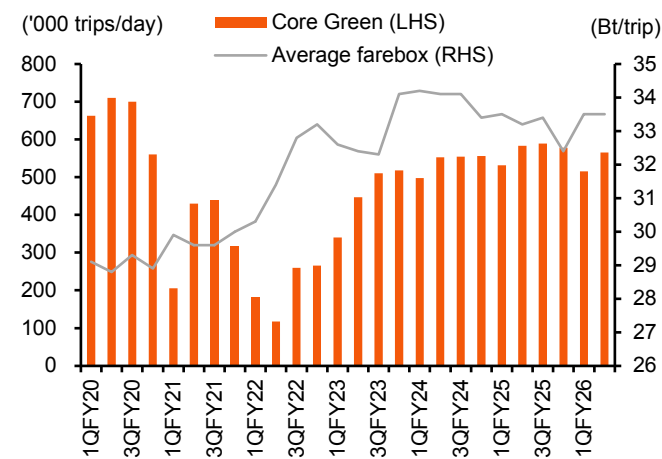
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: BTS's Normalized Earnings



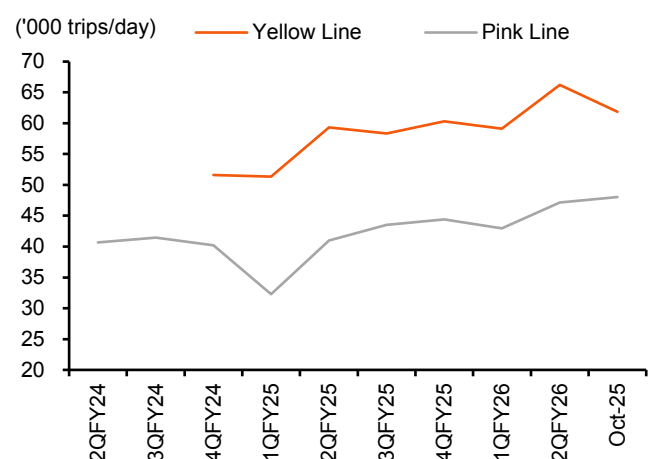
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: BTS's Ridership &amp; Farebox On The Core Green Line



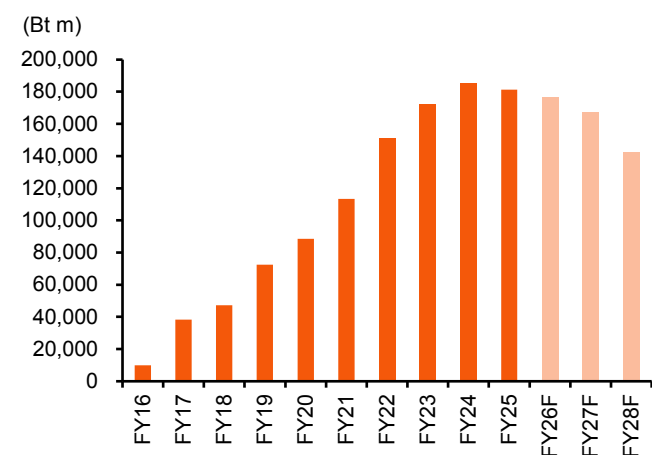
Source: Company data

Ex 7: BTS's Ridership On The Pink And Yellow Lines



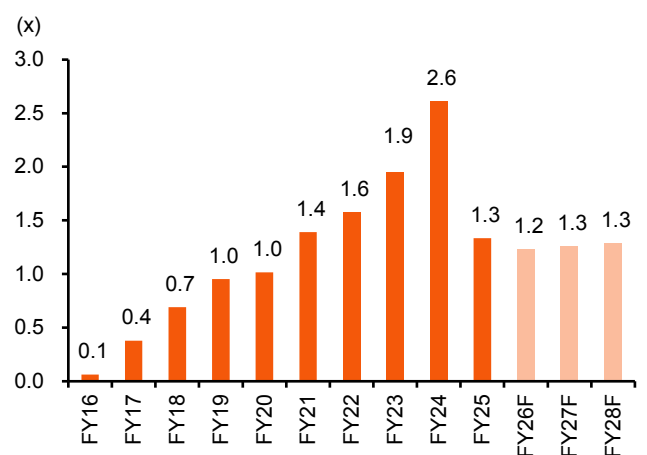
Source: Mass Rapid Transit Authority of Thailand

Ex 8: BTS's Total Debt



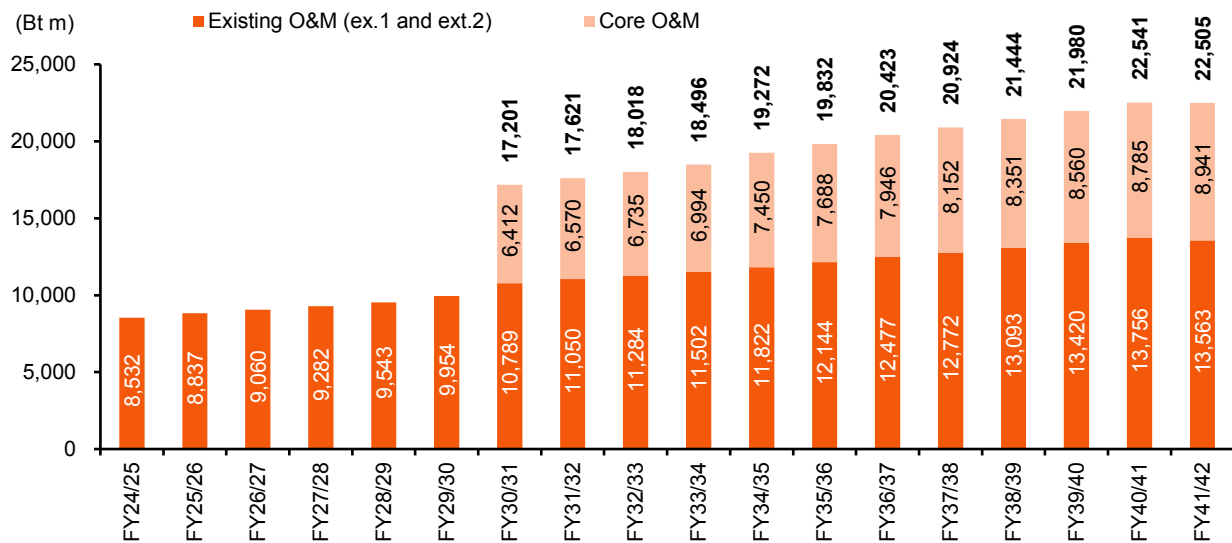
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: BTS's Net D/E Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 10: BTS's O&amp;M Income



Source: Company data

## Ex 11: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation, Using a FY27F Base Year

(Bt m)	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	FY34F	FY35F	FY36F	FY37F	Terminal Value
EBITDA excl. depreciation from right of use	6,662	7,131	7,646	9,998	14,254	14,822	15,485	16,195	16,918	17,645	18,203	—
Free cash flow	2,103	2,454	2,855	5,011	8,799	8,965	9,416	9,918	10,439	10,966	11,407	313,116
PV of free cash flow	2,097	2,173	2,379	3,930	6,493	6,225	6,153	6,099	6,041	5,970	5,844	125,787
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	6.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	201,213											
Net debt (end FY26F)	129,705											
Minority interest	46,700											
Equity value	24,809											
No. of shares	16,094											
Equity value/share	1.5											
<b>Investment:</b>	<b>% holding</b>											<b>(Bt m)</b>
Enterprise value from the core business												201,213
Investment equity value												14,971
BTSGIF	33.3%											5,411
BGSR	40.0%											6,800
TNL	42.1%											2,617
JMART	1.0%											143
<b>Total enterprise value</b>												<b>216,184</b>
(Less) Net debt												129,705
(Less) Minority interest												46,700
<b>Total enterprise value</b>												<b>39,780</b>
# of shares (fully diluted) (m shares)												16,094
<b>Sum-of-the-parts</b>												<b>2.5</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Excluding Bt97bn government accounts receivable

\*\* Effective stake

Valuation Comparison

Ex 12: 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)	(%)	(%)
MTR Corp	66 HK	Hong Kong	(5.7)	0.4	11.2	11.2	0.9	0.9	12.0	11.8	4.4	4.4
Kintetsu Corp	9041 JP	Japan	4.3	(2.8)	11.5	11.8	1.0	0.9	na	na	2.1	2.1
Hankyu Hanshin Holdings	9042 JP	Japan	19.1	2.9	11.6	11.3	0.9	0.8	12.1	11.9	2.4	2.6
BTS Group Holdings*	BTS TB	Thailand	na	na	na	na	0.7	0.7	27.7	25.6	0.0	0.0
Average			5.9	0.2	11.4	11.4	0.9	0.8	17.3	16.4	2.2	2.3

Source: Bloomberg  
Note: \* Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

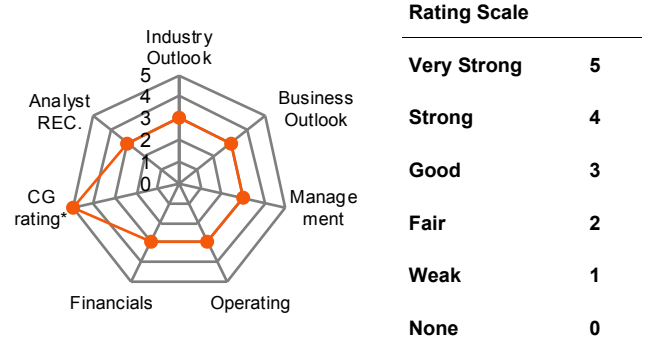
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) (BTS) เดิมชื่อคือ บมจ. ทรานซพอร์ต ประกอบด้วย 4 ประเภท ได้แก่ 1) ธุรกิจขนส่งมวลชน 2) ธุรกิจสื่อ 3) ธุรกิจอาหารเครื่องดื่ม และ 4) ธุรกิจบริการ ผ่านบริษัทย่อยและบริษัทร่วม สำหรับธุรกิจระบบขนส่งมวลชนและสื่อหลักนั้น BTS เป็นผู้ดำเนินการบริหารรถไฟฟ้าสายสีเขียว สีทอง สีชมพู และสีเหลืองในกรุงเทพฯ และบริหารจัดการพื้นที่โฆษณาและเชิงพาณิชย์บนเครือข่ายระบบขนส่งมวลชน

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- ธุรกิจรถไฟฟ้ามีการแข่งขันต่ำ และให้กระแสเงินสดที่สูง และยั่งยืน
- พื้นที่ให้บริการรถไฟฟ้า BTS ตั้งอยู่ใจกลางกรุงเทพฯ และผู้โดยสารมีแนวโน้มเติบโตสูงขึ้น
- ธุรกิจสื่อโฆษณาบนรถไฟฟ้าและสถานีมีมั่นคงจากการทำสัญญาระยะยาว ด้วยมีอัตราค่าโฆษณาสูง

## O — Opportunity

- เส้นทางรถไฟฟ้าส่วนขยายจะช่วยให้มีผู้โดยสารมาใช้บริการระบบรถไฟฟ้า BTS มากขึ้น
- นอกจากนี้เส้นทางต่อขยายยังส่งผลบวกต่อธุรกิจสื่อโฆษณา เนื่องจากทำให้มีพื้นที่โฆษณามากขึ้น และมีผู้พบเห็นมากขึ้น

## W — Weakness

- ระบบขนส่งมวลชนและธุรกิจที่เกี่ยวข้องต้องใช้เงินลงทุนสูง ทำให้ BTS มักระดมเงินทุนผ่านการกู้ยืมและการเพิ่มทุน
- รัฐบาลสามารถเข้าไปแทรกแซงการขึ้นราคาค่าโดยสารของ BTS ได้ หากประชาชนเริ่มมีปัญหาด้านการเงิน

## T — Threat

- การระบาดของโรคและแนวโน้มการทำงานที่บ้านอาจส่งผลให้ความต้องการใช้ระบบขนส่งสาธารณะลดลง
- ความชอบของผู้บริโภคในสื่อดิจิทัลอาจทำให้ความต้องการสื่ออนาล็อกที่บ้านลดลง

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.43	2.50	-44%
Net profit 2026F (Bt m)	(117)	(841)	na
Net profit 2027F (Bt m)	485	(1,966)	na
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 9	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการผลขาดทุนปี FY26-27F ของเราสูงกว่าตัวเลขคาดการณ์เฉลี่ยของ consensus ซึ่งเป็นผลจากสมมติฐานของเราที่มองว่ารายได้ดอกเบี้ยจะลดลง ขณะที่ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยยังคงอยู่ในระดับสูง และการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารของรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองเป็นไปอย่างช้า
- ราคาเป้าหมายของเราซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของนักวิเคราะห์ในตลาดถึง 46% ตามประมาณการกำไรที่ต่ำกว่าของเรา

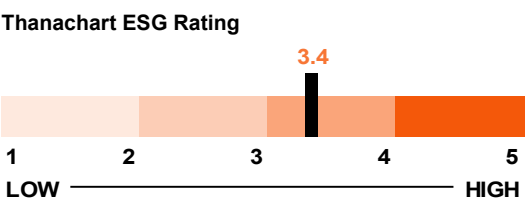
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความล่าช้าในการก่อสร้างและเปิดให้บริการส่วนต่อขยายของเส้นทางรถไฟฟ้า จะเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อมุมมองและคำแนะนำของเรา
- แนวโน้มการทำงานที่บ้าน และการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ อาจทำให้สมมติฐานการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารอยู่ในความเสี่ยง ขณะที่การแทรกแซงของรัฐบาลในการปรับค่าโดยสารอาจส่งผลกระทบต่อสมมติฐานค่าโดยสารของเรา
- การแข่งขันที่รุนแรง โดยเฉพาะจากสื่อดิจิทัล อาจทำให้มีความเสี่ยงต่อสมมติฐานต่อ utilization และอัตราค่าโฆษณาสำหรับธุรกิจสื่อ
- การเปลี่ยนแปลงที่ไม่เอื้อประโยชน์ในเงื่อนไขของสัมปทานและสัญญา O&M อาจทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการคาดการณ์กำไรของเรา

Source: Thanachart

BTS เป็นกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ของไทยที่ดำเนินงานผ่าน 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่ MOVE (ระบบขนส่ง), MIX (โซลูชันด้านการตลาด) และ MATCH (บริการทางการเงิน อสังหาริมทรัพย์ และโซลูชันด้าน ICT) โดยได้รับการจัดอันดับให้อยู่ในกลุ่ม ‘Top 1%’ จากการประเมินความยั่งยืนขององค์กรโดย S&P Global Corporate Sustainability Assessment ประจำปี 2025 ขณะที่คะแนน ESG ของเราสำหรับ BTS อยู่ในระดับค่อนข้างดีที่ 3.4



	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)
BTS	YES	AA	YES	AA	69.04	84.41	83.00	48.0	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
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li><li>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li><li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li><li>การบริหารจัดการน้ำ</li><li>การบริหารจัดการของเสีย</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) แก่ BTS ในระดับสูงที่ 4.0 แม้ว่าธุรกิจระบบขนส่งมวลชนไฟฟ้าและสถานีบ้านของ BTS จะไม่ได้ก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับสูงโดยตรง แต่บริษัทให้ความสำคัญกับประเด็นด้าน ESG พร้อมกำหนดเป้าหมายความสำเร็จไว้อย่างชัดเจน</li><li>BTS ตั้งเป้าหมายบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero GHG emissions) ภายในปี 2050 โดยมุ่งเน้นการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงานผ่านการปรับปรุงและบำรุงรักษาขบวนรถ การเพิ่มการใช้พลังงานทดแทนผ่านการซื้อใบรับรองพลังงานหมุนเวียน (Renewable Energy Certificates: RECs) เพื่อครอบคลุม 12% ของการใช้ไฟฟ้าทั้งหมด รวมถึงการติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์</li><li>ในปี FY25 เนื่องจากข้อมูลปี FY24 รวมเฉพาะ BTSG และ VGI ขณะที่ข้อมูลปี FY25 รวม BTSC, VGI, RBH และ ROCTEC ส่งผลให้ BTS รายงานตัวเลขการปล่อยก๊าซเรือนกระจกเพิ่มขึ้น 113% y-y เป็น 237,081 tCO<sub>2</sub>e การใช้พลังงานที่ไม่ใช่พลังงานทดแทนเพิ่มขึ้น 44% y-y เป็น 264,365 MWh การใช้น้ำเพิ่มขึ้น 70% y-y เป็น 386,200 ลูกบาศก์เมตร และปริมาณขยะเพิ่มขึ้น 65% y-y เป็น 1.4 ล้านกิโลกรัม อย่างไรก็ตาม บริษัทได้ซื้อ RECs จำนวน 32,100 หน่วย เทียบเท่าการใช้พลังงานไฟฟ้า 32,100 MWh ซึ่งครอบคลุม 12% ของการใช้พลังงานทั้งหมด</li></ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li><li>การดูแลพนักงาน</li><li>สุขภาพและความปลอดภัย</li><li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li><li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านสังคม (Social) ของ BTS อยู่ในระดับดีที่ 3.9 โดยบริษัทดำเนินธุรกิจสอดคล้องกับหลักการชี้แนะว่าด้วยธุรกิจกับสิทธิมนุษยชนของสหประชาชาติ (UN Guiding Principles on Business and Human Rights) และไม่มีกรณีละเมิดสิทธิมนุษยชนในปี FY25</li><li>BTS ปฏิบัติตามนโยบายด้านความปลอดภัยและความมั่นคงอย่างเคร่งครัด เพื่อมอบบริการที่ปลอดภัยสูงสุดแก่ผู้โดยสาร ผู้ใช้ถนน และชุมชนตลอดแนวเส้นทางรถไฟฟ้า ในปี FY25 ไม่มีผู้โดยสารได้รับบาดเจ็บรุนแรง (เทียบกับเป้าหมาย &lt;0.03) อัตราการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (LTIFR) ของพนักงานอยู่ที่ 0.29 ครั้งต่อหนึ่งล้านชั่วโมงทำงาน เทียบกับเป้าหมาย &lt;2 และของผู้รับเหมาคือ 0.44 เทียบกับเป้าหมาย &lt;2 ความพึงพอใจของลูกค้าในธุรกิจ MOVE อยู่ที่ 88% สูงกว่าเป้าหมายที่ &gt;79% ขณะที่ความตรงต่อเวลาของการเดินทางของผู้โดยสารอยู่ที่ 99.9% สูงกว่าเป้าหมายที่ &gt;99.5%</li><li>บริษัทฯ มีการพัฒนาองค์ความรู้และทักษะของพนักงานอย่างต่อเนื่อง โดยมีชั่วโมงการฝึกอบรมและพัฒนาบุคลากรเฉลี่ย 43 ชั่วโมงต่อพนักงานเต็มเวลา (FTE)</li></ul>
<b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li><li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li><li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li><li>การบริหารความเสี่ยง</li><li>นวัตกรรม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านการกำกับดูแลกิจการ (Governance) ของ BTS อยู่ที่ 2.4 เพื่อสะท้อนโครงสร้างคณะกรรมการที่ไม่เป็นไปตามมาตรฐานอุดมคติ และความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ</li><li>ประธานคณะกรรมการไม่เป็นอิสระ โดยมีกรรมการอิสระ 6 คน จากทั้งหมด 11 คน ซึ่งต่ำกว่าอัตราส่วนอุดมคติที่ควรเป็นสองในสาม และมีกรรมการหญิงเพียง 1 คน ในด้านบวก บริษัทมีคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit), คณะกรรมการสรรหาและค่าตอบแทน (Nomination &amp; Remuneration) และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง (Risk Management) โดยมีประธานคณะกรรมการเป็นอิสระทั้งหมด</li><li>BTS มีความยั่งยืนทางธุรกิจในระดับดี โดยได้รับการสนับสนุนจากโครงสร้างพื้นฐานคุณภาพสูงและระยะเวลาสัมปทานที่ยาวนาน อย่างไรก็ตาม ความขัดแย้งเกี่ยวกับสัญญาสัมปทานและการเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาลทำให้บริษัทเผชิญ ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ รวมถึงการลงทุนที่ไม่ประสบความสำเร็จในอดีตบางส่วนก็สร้างความกังวลอยู่บ้าง</li></ul>

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	18,175	19,012	26,138	26,366	26,858
Cost of sales	12,804	12,828	17,184	16,969	17,022
<b>Gross profit</b>	<b>5,371</b>	<b>6,184</b>	<b>8,954</b>	<b>9,397</b>	<b>9,837</b>
% gross margin	29.5%	32.5%	34.3%	35.6%	36.6%
Selling & administration expenses	4,625	5,135	6,404	6,460	6,580
<b>Operating profit</b>	<b>746</b>	<b>1,049</b>	<b>2,550</b>	<b>2,937</b>	<b>3,256</b>
% operating margin	4.1%	5.5%	9.8%	11.1%	12.1%
Depreciation & amortization	1,309	2,186	3,575	3,725	3,875
<b>EBITDA</b>	<b>2,055</b>	<b>3,235</b>	<b>6,125</b>	<b>6,662</b>	<b>7,131</b>
% EBITDA margin	11.3%	17.0%	23.4%	25.3%	26.6%
Non-operating income	6,207	6,365	4,148	2,716	2,610
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(6,008)	(6,936)	(7,304)	(6,307)	(5,685)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>946</b>	<b>478</b>	<b>(606)</b>	<b>(654)</b>	<b>181</b>
Income tax	1,707	1,945	2,516	2,517	2,520
<b>After-tax profit</b>	<b>(761)</b>	<b>(1,467)</b>	<b>(3,122)</b>	<b>(3,171)</b>	<b>(2,339)</b>
% net margin	-4.2%	-7.7%	-11.9%	-12.0%	-8.7%
Shares in affiliates' Earnings	(2,063)	454	801	804	846
Minority interests	859	653	550	400	200
Extraordinary items	(3,276)	2,477	930	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>(5,241)</b>	<b>2,117</b>	<b>(841)</b>	<b>(1,966)</b>	<b>(1,293)</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(1,966)</b>	<b>(360)</b>	<b>(1,771)</b>	<b>(1,966)</b>	<b>(1,293)</b>
EPS (Bt)	(0.4)	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Normalized EPS (Bt)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)

*We expect BTS to remain loss-making in FY26–28F, as operating income is still insufficient to cover interest expenses*

## BALANCE SHEET

FY ending Mar (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	47,110	53,618	66,032	56,027	31,073
Cash & cash equivalent	11,143	38,573	45,000	35,000	10,000
Account receivables	1,446	1,965	2,148	2,167	2,208
Inventories	842	1,880	1,883	1,860	1,865
Others	33,679	11,200	17,000	17,000	17,000
Investments & loans	41,044	35,341	40,341	40,341	40,341
Net fixed assets	83,269	126,843	129,267	131,542	133,667
Other assets	100,658	106,663	74,365	70,841	67,317
<b>Total assets</b>	<b>272,082</b>	<b>322,465</b>	<b>310,005</b>	<b>298,751</b>	<b>272,398</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	51,698	37,866	46,632	45,180	40,452
Account payables	5,575	7,098	6,591	6,509	6,529
Bank overdraft & ST loans	25,165	9,227	17,390	16,470	13,984
Current LT debt	15,861	15,439	15,651	14,823	12,585
Others current liabilities	5,097	6,102	7,000	7,377	7,354
<b>Total LT debt</b>	<b>143,332</b>	<b>154,980</b>	<b>140,857</b>	<b>133,411</b>	<b>113,269</b>
Others LT liabilities	10,658	23,863	17,397	17,407	17,417
<b>Total liabilities</b>	<b>205,689</b>	<b>216,709</b>	<b>204,886</b>	<b>195,998</b>	<b>171,138</b>
Minority interest	19,851	47,650	47,100	46,700	46,500
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	52,671	64,375	64,375	64,375	64,375
Share premium	10,411	11,874	11,874	11,874	11,874
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	650	(755)	0	0	0
<b>Retained earnings</b>	<b>(17,190)</b>	<b>(17,389)</b>	<b>(18,230)</b>	<b>(20,196)</b>	<b>(21,489)</b>
Shareholders' equity	46,542	58,106	58,019	56,053	54,760
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>272,082</b>	<b>322,465</b>	<b>310,005</b>	<b>298,751</b>	<b>272,398</b>

*Its balance sheet is strengthening following BMA's debt repayments*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	946	478	(606)	(654)	181
Tax paid	(1,707)	(1,945)	(2,516)	(2,517)	(2,520)
Depreciation & amortization	1,309	2,186	3,575	3,725	3,875
Chg In working capital	954	(34)	(693)	(78)	(26)
Chg In other CA & CL / minorities	(30,701)	52,390	(4,101)	1,182	822
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(29,199)</b>	<b>53,075</b>	<b>(4,340)</b>	<b>1,659</b>	<b>2,333</b>
Capex	(9,245)	(45,759)	(6,000)	(6,000)	(6,000)
Right of use	(472)	(1,337)	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	9,778	5,704	(5,000)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	18,513	11,013	26,073	3,544	3,544
<b>Cash flow from investments</b>	<b>18,574</b>	<b>(30,379)</b>	<b>15,063</b>	<b>(2,466)</b>	<b>(2,466)</b>
Debt financing	12,789	(4,712)	(5,049)	(9,193)	(24,867)
Capital increase	0	13,168	(0)	0	0
Dividends paid	(2,097)	(0)	0	0	0
Warrants & other surplus	(2,193)	(3,721)	755	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>8,499</b>	<b>4,734</b>	<b>(4,295)</b>	<b>(9,193)</b>	<b>(24,867)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(38,445)</b>	<b>7,315</b>	<b>(10,340)</b>	<b>(4,341)</b>	<b>(3,667)</b>

*BTS is studying new investments, but as details have yet to be disclosed, we factor in only maintenance capex*

## VALUATION

FY ending Mar	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	na	na	na	na	na
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	na	na
PE (x)	na	17.6	na	na	na
PE - at target price (x)	na	17.4	na	na	na
EV/EBITDA (x)	100.8	55.1	27.7	25.6	23.9
EV/EBITDA - at target price (x)	100.6	55.0	27.6	25.5	23.8
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
P/CFO (x)	(1.2)	0.7	(9.3)	24.5	17.4
Price/sales (x)	2.2	2.1	1.6	1.5	1.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF Yield (%)	(113.6)	19.7	(25.5)	(10.7)	(9.0)
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EPS	(0.4)	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	3.5	3.6	3.6	3.5	3.4
CFO/share	(2.2)	3.6	(0.3)	0.1	0.1
FCF/share	(2.9)	0.5	(0.6)	(0.3)	(0.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Despite losses in FY26-28F, its 60% share price correction looks to have priced in the bad news*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Mar	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(0.7)	4.6	37.5	0.9	1.9
Net profit (%)	na	na	na	na	na
EPS (%)	na	na	na	na	na
Normalized profit (%)	na	na	na	na	na
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	na
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	29.5	32.5	34.3	35.6	36.6
Operating margin (%)	4.1	5.5	9.8	11.1	12.1
EBITDA margin (%)	11.3	17.0	23.4	25.3	26.6
Net margin (%)	(4.2)	(7.7)	(11.9)	(12.0)	(8.7)
D/E (incl. minor) (x)	2.8	1.7	1.7	1.6	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	2.6	1.3	1.2	1.3	1.3
Interest coverage - EBIT (x)	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6
Interest coverage - EBITDA (x)	0.3	0.5	0.8	1.1	1.3
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	na	na
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	na	na
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	na	na
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	38.3	39.0	na	na	21.8
- leverage (x)	5.3	5.7	5.4	5.3	5.2
- interest burden (%)	13.6	6.4	(9.1)	(11.6)	3.1
- tax burden (%)	na	na	na	na	na
WACC (%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
ROIC (%)	(0.3)	(1.5)	(4.0)	(4.5)	(6.7)
NOPAT (Bt m)	(600)	(3,222)	(8,032)	(8,371)	(12,374)
invested capital (Bt m)	219,758	199,180	186,916	185,757	184,598

Sources: Company data, Thanachart estimates

After BMA's debt repayments, BTS's high gearing has eased

## 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	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> 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](http://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.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิสเซ จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2568" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว 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, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี 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