



SET ESG Rating of AA

Outperform Reinitiate

Price as of 25 Mar 2024	8.1
12M target price (Bt/shr)	9.8
Unchanged/Revised up(down)(%)	Na
Upside/downside (%)	21.0

Key messages

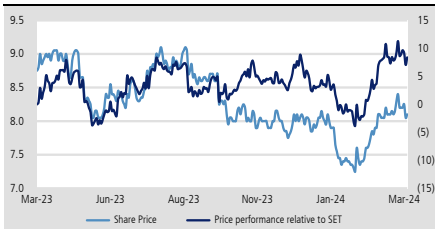
ผลการดำเนินงานของ BEM ปี 2565-66 พื้นตัวแกร่งหลังโรค Covid 19 ระบาด ส่วนในปี 2567F-69F เราคาดอัตราการเติบโตกำไรจะเป็นปกติราวสิบต้นๆต่อปี ปัจจัยหนุนหลักจากการเพิ่มปริมาณรถไฟทางด่วนและผู้โดยสารรถไฟฟ้า ขณะที่แนวโน้มการลดลงของอัตราดอกเบี้ยจะเป็นประโยชน์กับ BEM เป็นเพราะมีสถานะหนี้สินมีภาระดอกเบี้ยสูง ส่วนปัจจัยหลัก ๆ ในระยะยาวคือ การปรับเพิ่มค่ารถไฟฟ้า (oll fee) ขึ้นอีก 10 บาทในปี 2571 และการจ่ายเงินล่วงหน้าค่าตอบแทนของรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินแก่ รฟม. ตามสัญญาสัมปทานหมดในปี 2572 อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ไดรวมรายได้จากการรับจ้างเดินรถไฟฟ้าสายสีส้ม (ตะวันออก) และสายสีม่วง (ใต้) รวมทั้งโครงการทางด่วนยกระดับไว้ในประมาณการของเรา ทั้งนี้ เรากลับมารับศึกษาหุ้น BEM ค่ออีกครั้งด้วยคำแนะนำซื้อ และประเมินราคาเป้าหมาย SOTP ที่ 9.80 บาท

Mkt cap (Btbn/US\$m)	123.8/3986
Outstanding shares (mn)	15,285
Foreign ownership (mn)	1,169
3M avg. daily trading (mn)	27
52-week trading range (Bt)	7.3-9.1
Performance (%)	3M 6M 12M
Absolute	1.9 -2.4 -6.9
Relative	4.9 6.4 8.1

Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	0.02	0.01	0.01	0.01
2022	0.02	0.04	0.06	0.04
2023	0.05	0.04	0.05	0.06

Share price chart



Source: SET

Vanida Geisler
66.2658.8888 Ext. 8857
vanidag@kgi.co.th

REINITIATE COVERAGE

Thailand

Bangkok Expressway and Metro

(BEM.BK/BEM TB)*



ฟื้นตัวแกร่งในปี 2565-66 และกลับมาเติบโตต่อในระยะยาว

Event

กลับมาศึกษาหุ้น BEM ต่อและแนวโน้มธุรกิจปี 2567

Impact

การฟื้นตัวแข็งแกร่งช่วงปี 2565-66

รายได้ของ BEM พื้นตัวแข็งแกร่งหลังโรคระบาด COVID-19 ด้วยรายได้กำไรโตที่ 31%/141% YoY ในปี 2565 และ 17%/43% YoY ในปี 2566 ขณะที่ กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 2566 ดิขึ้นอยู่ที่ 3.48 พันลบ. จาก 1) ปริมาณรถที่เข้าทางด่วนเพิ่มขึ้นใกล้เคียงกับระดับช่วงก่อนโรคระบาดและผู้โดยสารรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินทำสถิติสูงเป็นประวัติการณ์ อีกทั้ง 2) margin ดิขึ้นจากรายได้มากขึ้นขณะที่ควบคุมรายจ่ายต่างๆ ทั่วไคดี

ปัจจัยบวกต่างๆ

ปริมาณรถที่เข้าทางด่วนพิเศษรายวันได้ทยอยเพิ่มขึ้นเป็น 1,132 ล้านเที่ยวในเดือนกุมภาพันธ์ 2567 และอยู่ที่ 1,121 ล้านเที่ยวใน 2M67 (+0.4% YoY) ค่ากว่าค่าเฉลี่ยปี 2562 ราว 10% อยู่ที่ 1.237 ล้านเที่ยว/วัน ในแง่บวก เราคาดว่าปริมาณรถ 1 จะเท่ากับระดับช่วงก่อนเกิดโรค COVID ได้นปี 2568 ขณะที่ จำนวนผู้โดยสารเดินทางรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินรายวันสูงขึ้นอยู่ที่ 4.485 แสนเที่ยวในเดือนกุมภาพันธ์ 2567 และอยู่ที่ 4.352 แสนเที่ยวช่วง 2M67 พุ่งขึ้น 30% จากปี 2562 กอนเกิดโควิดเฉลี่ยอยู่ที่ 3.37 เที่ยว/วัน และเพิ่มขึ้น 11.5% จากค่าเฉลี่ยปี 2566 ที่ 3.90 แสนเที่ยว นอกจากนี้ จำนวนผู้โดยสารรายวันทำสถิติสูงเป็นประวัติการณ์นี้อยู่ที่ 5.60 แสนเที่ยวเมื่อวันที่ 14 กุมภาพันธ์ ในปี 2567F BEM คาดผู้โดยสารเฉลี่ยเพิ่มขึ้นอยู่ราว 4.50 แสนเที่ยว/วัน (+15% YoY) ด้วยเหตุที่ว่า รถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินเดินรถเป็นวงกลมรอบกรุงเทพฯ 1 ชั้นใน ทำให้อาจมีผู้โดยสารจะทำจุดสูงสุดใหม่ได้ต่อเนื่อง เพราะ 1) ระบบรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนสายต่าง ๆ ในอนาคตจะวิ่งจากแถบชานเมืองเข้าสู่เมืองชั้นในและ 2) โครงการพามาชโยใหม่ขนาดใหญ่/โครงการที่อยู่อาศัยตามแนวรถไฟฟ้ากำลังจะเกิดขึ้นตามมา ในปี 2567F-68F การปรับขึ้นราคาค่าโดยสารเดินทางรถไฟฟ้ายังไม่น่ามีนัยยะ ตามสัญญาสัมปทาน ราคาตั๋วโดยสารเดินทางรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินจะปรับขึ้นอีก 1 บาท/เที่ยว โดยน่าจะปรับขึ้นในเดือนก.ค. 2567 หรืออย่างช้าภายในปลายปี 2567

แนวโน้มตลาดในระยะยาว

เราคาดว่าอัตราการเติบโตของรายได้หลัก/กำไรจะเติบโตปกติในอัตราค่าต่อปีอยู่ช่วงปี 2567F-68F (Figure 1) ขณะที่ จะสังเกตเห็นโมเมนตัมการเติบโตแข็งแกร่งขึ้นได้ในระยะยาวจากความเป็นไปได้ที่จะปรับเพิ่มค่าบริการรถไฟฟ้าพิเศษขึ้นอีก 10 บาทในปี 2571 และการจ่ายเงินล่วงหน้าค่าตอบแทนของรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินตามสัญญาหมดในปี 2572 อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ไดรวมรายได้จากการรับจ้างเดินรถไฟฟ้าสายสีส้ม (ตะวันออก) และสายสีม่วง (ใต้) ซึ่งน่าจะเดินหน้าในปี 2570 รวมทั้ง ความเป็นไปได้ในการเพิ่ม capacity และส่วนต่อขยายทางด่วนพิเศษตามสัญญาสัมปทาน ถ้าโครงการทางด่วนยกระดับได้รับการอนุมัติในการเดินหน้าต่อ ทั้งนี้ การที่มี net gearing สูงที่ 1.8x ทาง BEM น่าจะเป็นหนึ่งในผู้ได้รับประโยชน์ลำดับต้น ๆ ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยมีโอกาสลดลงเริ่มในช่วง 2H67F

Valuation & Action

เรากลับมารับศึกษาหุ้น BEM ค่ด้วยคำแนะนำซื้อ และประเมินราคาเป้าหมาย SOTP ที่ 9.8 บาท (ใช้ WACC ที่ 5.8% และ Terminal growth ที่ 1%) บวกด้วยเงินลงทุนใน TTW และ CKP

Risks

ความรวดเร็วในอัตราการเติบโตของ GDP, ความล่าช้าจากการอนุมัติของคณะรัฐมนตรีและการเริ่มดำเนินการโครงการใหม่ ๆ การแก้ไขสัญญาต่าง ๆ การปรับเปลี่ยนฐานะเทียบต่าง ๆ ความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในไทย

Key financials and valuations

	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23A	Dec - 24F	Dec - 25F
Revenue (Btmn)	10,727	14,029	16,374	18,034	19,483
Gross Profit (Btmn)	3,737	5,582	7,064	7,893	8,577
SG&A (Btmn)	1,160	1,160	1,241	1,371	1,481
Net Profit (Btmn)	1,010	2,436	3,479	3,869	4,371
Normalized Profit (Btmn)	1,010	2,436	3,479	3,869	4,371
EPS (Bt)	0.07	0.16	0.23	0.25	0.29
Normalized EPS (Bt)	0.07	0.16	0.23	0.25	0.29
DPS (Bt)	0.10	0.08	0.12	0.13	0.14
EPS Growth (%)	(50.8)	141.2	42.8	11.2	13.0
Normalized EPS Growth	(50.7)	141.2	42.8	11.2	13.0
P/E (X)	127.9	61.5	34.9	32.0	28.3
P/B (X)	3.4	4.0	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA (X)	46.8	33.2	22.1	20.0	18.7
Net Debt to Equity (%)	186.4	184.8	178.6	153.8	149.2
Dividend Yield (%)	1.2	0.8	1.5	1.5	1.7
Return on Average Equity (%)	2.7	6.5	9.2	9.0	9.7

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: Financial assumptions for BEM

(Btmn)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Roads	6,450	8,192	8,919	9,479	9,933
Rails	3,454	4,917	6,339	7,270	8,073
Commercial Dev	822	921	1,117	1,285	1,477
Total revenue	10,726	14,030	16,375	18,034	19,483
Growth%	-20%	31%	17%	10%	8%
Roads-gross margin	66%	66%	67%	67%	66%
Rails-gross margin	-31%	-7%	6%	11%	13%
Commercial Dev.-gross margin	65%	63%	63%	63%	63%
Gross margin	34.8%	39.8%	43.1%	43.8%	44.0%
Admin exp to sales	10.8%	8.3%	7.6%	7.6%	7.6%
Financing cost	2,187	2,361	2,371	2,484	2,453
Net profit	1,011	2,436	3,479	3,869	4,371
Growth%	-51%	141%	43%	11%	13%

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Indicators for BEM

	2021	2022	2023	2024F	2025F
Road					
Traffic volume ('000 trips/day)	850	1,040	1,117	1,173	1,217
Average price (Bt)	21.8	22.6	22.8	23.1	23.3
Toll revenue (Btm/day)	18.5	23.5	25.5	27.1	28.3
Rail					
Avg daily ridership ('000 trips/day)	147	271	390	450	495
Avg. farebox rate (Bt/trip)	27.9	27.3	27.4	28.0	28.4
Avg daily farebox revenue (Btm/day)	4.1	7.4	10.7	12.6	14.0

Source: Company data, KGI Securities Research

เราตั้งสมมติฐานรายได้/กำไรปี 2567F อยู่ที่ 1.8 หมื่นลบ. (+10% YoY) และ 3.85 พันลบ. (+11% YoY) ส่วนปี 2568F เราคาดการณ์ได้เติบโตราว 8% ด้วยอัตราการเติบโตกำไรสูงขึ้นไป 13% จากที่ BEM มีสัดส่วนต้นทุนคงสูงทำให้ margin น่าจะดีขึ้นจากการหมุนเวียนสูงขึ้นและมีประสิทธิภาพ

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity analysis)

การที่ BEM มีอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสูงที่ 1.8x น่าจะเป็นผู้ได้รับประโยชน์ในลำดับต้น ๆ หากอัตราดอกเบี้ยเริ่มลดลงในช่วง 2H67 จากการศึกษาของเรา ทุก ๆ การลดลง 25bps ของอัตราดอกเบี้ย โดยเฉลี่ย จะช่วยให้กำไรสุทธิของ BEM เพิ่มขึ้นราว 3.6%

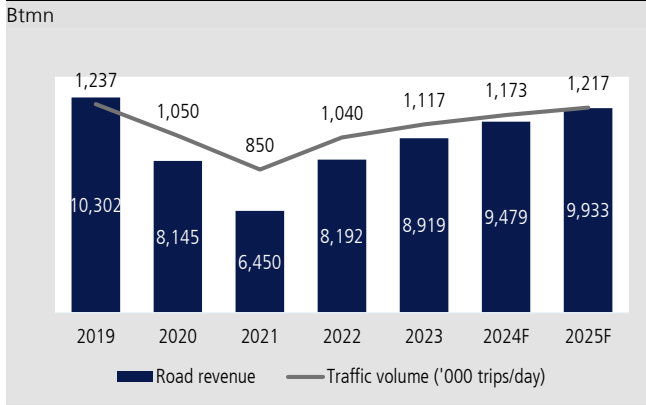
นอกจากนั้น เมื่อทุก ๆ 1% ที่เพิ่มขึ้นของปริมาณรถใช้ทางด่วนหรือจำนวนผู้โดยสารเดินทางรถไฟฟ้า กำไรของ BEM น่าจะเพิ่มขึ้นราว 1.8% และ 1% ตามลำดับ และจาก consensus ของตลาดโดยรวม หากรถไฟฟ้าสายสีส้มได้รับการอนุมัติให้ดำเนินการเดินรถได้ จะทำให้ การประเมินมูลค่าหุ้น BEM เชิงมูลค่า (valuation) ด้วยวิธี SOTP จะเพิ่มขึ้นราว 1-2 บาท/หุ้น

คดีซึ่งอยู่ในระหว่างอุทธรณ์

ปัจจุบันยังมีคดีความรออุทธรณ์อยู่ 5 คดี ที่รวมรถไฟฟ้าสายสีส้มฝั่งตะวันออกอยู่ด้วย โดยที่ 3 คดีรวมสัญญาการประมูลรอบแรกที่ถูกให้เป็นโมฆะไปโดยการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย (รฟม. หรือ MRTA) และให้มีการเปิดประมูลรอบใหม่ด้วยกฎระเบียบใหม่ ส่วนอีก 2 คดีที่ประมูลสองรอบ ซึ่งทาง BEM ได้ชนะการประมูลไปแล้วในการเป็นผู้เดินรถสายสีส้ม ขณะที่ ทั้ง 3 คดีนั้น ทาง BEM ได้รับความเห็นชอบเรียบร้อยแล้วอีก 2 คดี ซึ่งรอคำตัดสินขั้นสุดท้ายจากศาลปกครองสูงสุดอยู่

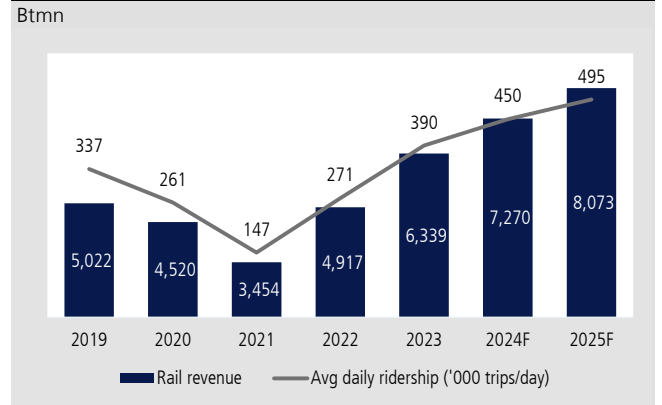
โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มมีเส้นทางเดินรถระยะทางรวมยาว 35.9 กิโลเมตร จากมีนบุรีในฝั่งตะวันออกของกรุงเทพมหานครไปยังบางขุนนนท์ฝั่งตะวันตก โดยที่ ฝั่งตะวันออกจากศูนย์วัฒนธรรมแห่งประเทศไทย ไปถึงมีนบุรีเสร็จพร้อมแล้ว 98% ของโครงการ ในส่วนของฝั่งตะวันตกเริ่มจากศูนย์วัฒนธรรมฯ ไปถึงบางขุนนนท์ระยะทางยาว 13.4 กม. ประกอบด้วย 11 สถานีใต้ดินทั้งหมด ยังคงถูกระงับดำเนินการจนกว่าคดีจะมีความชัดเจนขึ้น ขณะที่ CH Kamchang (CK,BK/CK TB)*, ซึ่งเป็นบริษัทแม่ของ BEM ได้เป็นคู่ชนะการประมูลงานรับเหมาก่อสร้างรายหลักสำหรับรถไฟฟ้า MRT สายสีส้ม (ฝั่งตะวันตก) มูลค่าโครงการ 1.09 แสนลบ.เช่นเดียวกันกับฝั่งตะวันออก ทั้งนี้ BEM ได้รับมอบหมายให้ดำเนินการเดินรถไฟฟ้าฝั่งตะวันออกโดยจะเริ่มในปี 2570 และ หากเมื่อฝั่งตะวันตกเสร็จสมบูรณ์ซึ่งน่าจะใช้เวลาอีก 5-7 ปีข้างหน้า การเดินรถไฟฟ้าสายสีส้มก็จะเป็นผู้เดินรถเดียวกันกับทางฝั่งตะวันออก

Figure 3: Road revenue and traffic volume



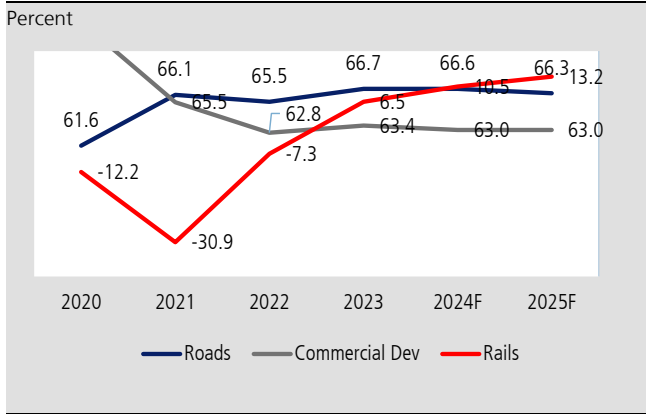
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 4: Rail revenue and ridership



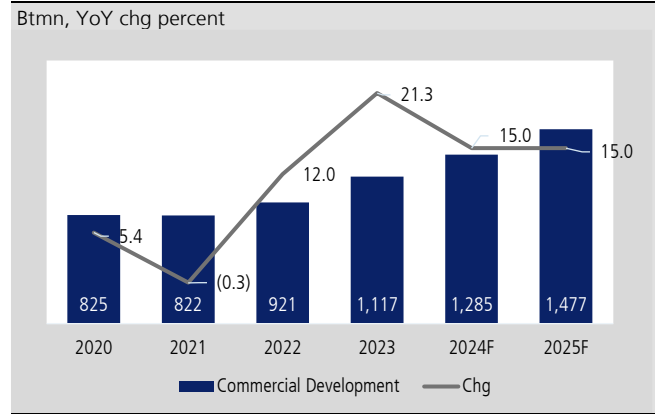
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: Breakdown of gross margins



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Commercial development

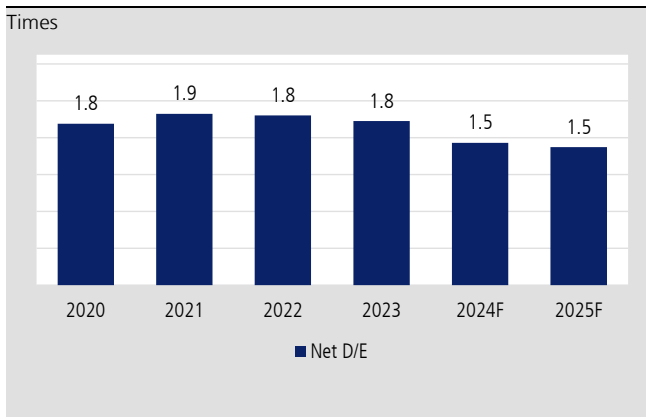


Source: Company data, KGI Securities Research

สถานะงบดุล

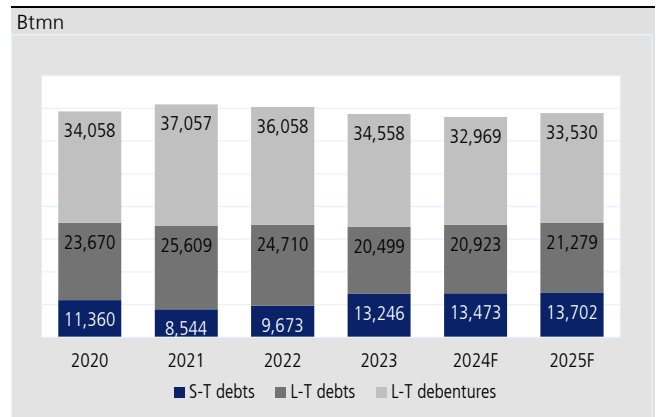
อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนของ BEM ณ สิ้นปี 2566 อยู่ที่ 1.8x ซึ่งต่ำกว่าข้อตกลงภาระหนี้ (debt covenant) ที่ 2.5x ในส่วนของหุ้นกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่ คิดเป็น 51% ของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยทั้งหมด ขณะที่ มีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยอยู่ราว 3.4% โดยที่ อันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้อยู่ที่ระดับ A-/Stable

Figure 7: Net D/E ratio



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Breakdown of interest-bearing debts



Source: Company data, KGI Securities Research

Valuations

เรากลับมาศึกษาหุ้น BEM ด้วยคำแนะนำซื้อ และประเมินราคาเป้าหมาย SOTP ที่ 9.80 บาท ทั้งนี้ ณ ราคาเป้าหมายของเรา PE ปี 2567F ของ BEM เทียบเท่ากับ 39x ใกล้เคียงกับ +0.5SD ก่อนโควิดที่มีค่าเฉลี่ย PE อยู่ราว 42x

ราคาเป้าหมายของเราอิงจากการดำเนินงานหลักของ BEM บวกพอร์ตการลงทุนที่ประกอบด้วย การถือหุ้นสัดส่วน 18.5% ใน Thai Tap Water (TTW.BK/TTW TB) และ 16.8% ใน CK Power (CKP.BK/CKP TB) ซึ่งมีมูลค่ารวมเพิ่มให้แก่ BEM ได้อีกราว 0.9 บาท/หุ้น

โดยที่เรายังไม่ได้รวมการได้รับจ้างให้เดินรถไฟฟ้าสายสีส้ม (ตะวันออก) และสายสีม่วง (ใต้) ซึ่งน่าจะเริ่มเดินหน้าได้ในปี 2570 รวมทั้งโอกาสในการเพิ่ม capacity ขึ้นอีกและสัญญาสัมปทานส่วนต่อขยายทางด่วนพิเศษ หากโครงการทางด่วนยกระดับได้รับการอนุมัติให้ดำเนินการได้

Figure 9: SOTP valuation

Btmn	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
EBITDA	9,500	10,208	10,417	10,703	10,993	13,749	14,132	14,816	15,411	16,062
TAX	(967)	(1,093)	(1,042)	(1,070)	(1,099)	(1,375)	(1,413)	(1,482)	(1,541)	(1,606)
Capex	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
FCF	7,333	7,915	8,175	8,432	8,693	11,174	11,519	12,335	12,870	13,456
Terminal										226,510
	7,333	7,915	8,175	8,432	8,693	11,174	11,519	12,335	12,870	239,966
Cost of debt				2.9%		WACC		61%	1.8%	
Cost of equity				10.3%				39%	4.0%	
Rfr				3%					5.8%	
Beta				0.92						
Mkt return				11%						

	WACC	DCF	Net debts	Investment in TTW & CKP	Net	Per share
	5.0%	215,461	65,436	13,579.7	163,605	10.7
	5.8%	202,293	65,436	13,579.7	150,437	9.8
	7.0%	183,856	65,436	13,579.7	132,000	8.6

Source: KGI Securities Thailand

Figure 10: Business overview



Source: Company data

Figure 11: Current MRT lines of BEM



Source: Company data

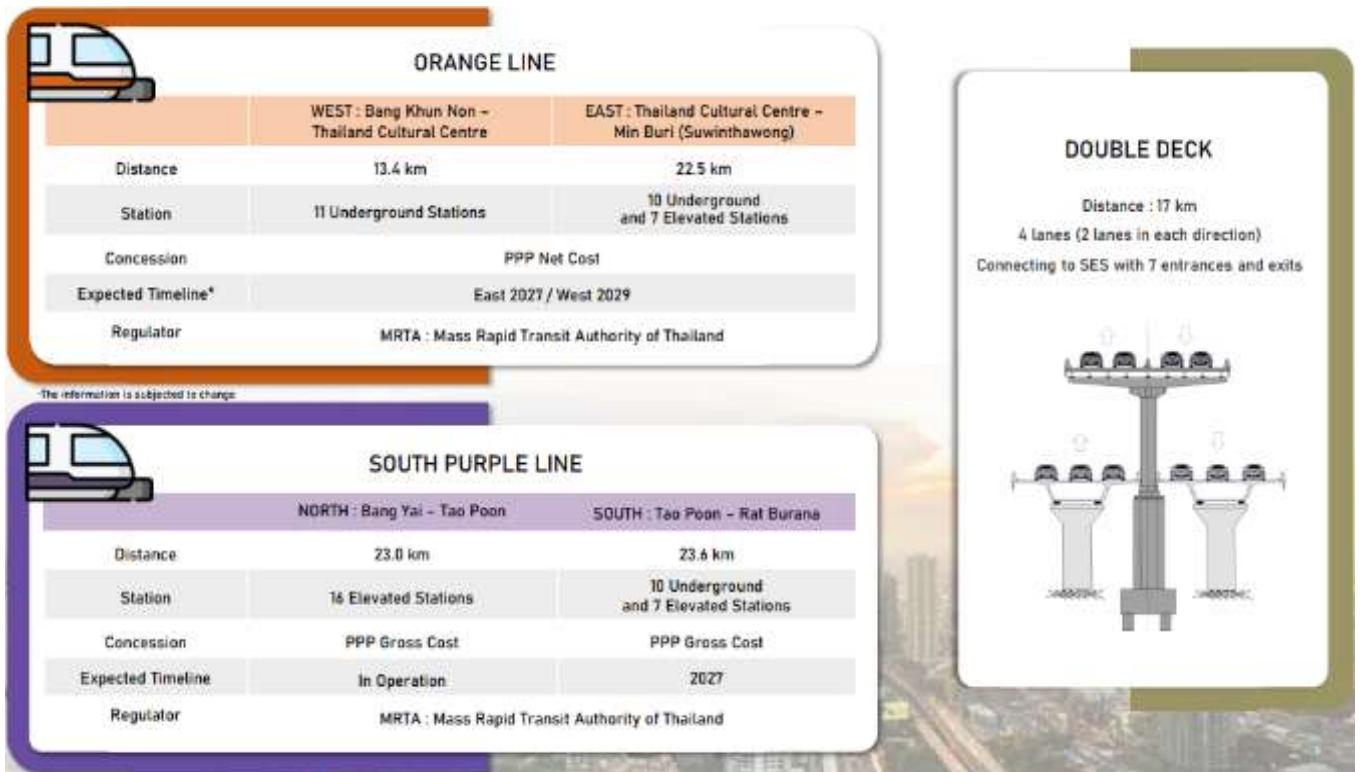
Figure 12: Roads business

	Distance km	Revenue sharing BEM : EXAT
Second stage expressway system (SES)	38.5 BEM	A,B: 40:60, C,D: 100:0
Udon Rattaya Expressway (C+) Bang Pa In-Pak Kret)	32.0 NECL	100:00
Si Rat-Outer Ring Road Expressway (SOE)	16.7 BEM	100:00
Total under BEM	87.2	
% of total	33%	
Total system	268.0	



Source: Company data

Figure 13: Future MRT lines and double-deck expressway project



Source: Company data

Figure 14: Quarterly Income Statement

	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A
Income Statement (Bt mn)												
Revenue	3,111	2,403	2,153	3,060	3,094	3,261	3,739	3,935	4,099	3,908	4,182	4,186
Cost of Goods Sold	(1,682)	(1,521)	(1,368)	(1,487)	(1,626)	(1,723)	(1,710)	(1,987)	(2,339)	(2,333)	(2,391)	(2,248)
Gross Profit	1,428	881	786	1,573	1,468	1,538	2,029	1,948	1,760	1,574	1,791	1,938
Operating Expense	(314)	(283)	(264)	(298)	(264)	(304)	(278)	(313)	(301)	(322)	(297)	(319)
Other incomes	14	8	3	11	16	6	1	11	0	0	0	0
Operating Profit	1,128	606	524	1,286	1,220	1,239	1,751	1,647	1,459	1,253	1,495	1,619
Depreciation of fixed asset	(275)	(202)	(169)	(286)	(279)	(328)	(385)	(409)	(479)	(465)	(512)	(511)
Operating EBITDA	1,188	937	800	1,036	1,269	1,617	2,017	1,693	1,938	1,718	2,007	2,130
Non-Operating Income	60	331	276	52	49	377	266	47	552	0	0	0
Interest Income	60	60	55	52	49	47	45	47	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	271	221	(0)	0	330	221	0	552	0	0	0
Non-Operating Expense	(532)	(549)	(549)	(556)	(570)	(583)	(604)	(604)	(572)	(601)	(602)	(598)
Interest Expense	(532)	(549)	(549)	(556)	(570)	(583)	(604)	(604)	(572)	(601)	(602)	(598)
Other Non-op Expense												
Equity Income/(Loss)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	382	186	82	194	419	706	1,028	680	886	652	892	1,021
Current Taxation	(76)	15	27	(100)	(83)	(72)	(165)	(77)	(187)	(142)	(188)	(220)
Minorities	1	0	(0)	0	0	0	0	0	(0)	(0)	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	105	56	67
Net Profit	307	201	108	94	336	634	863	603	804	567	771	862
Normalized Profit	307	201	108	94	336	634	863	603	699	510	704	801
EPS (Bt)	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02	0.04	0.06	0.04	0.05	0.04	0.05	0.06
Normalized EPS (Bt)	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02	0.04	0.06	0.04	0.05	0.03	0.05	0.05
Margins												
Gross profit margin	45.9	36.7	36.5	51.4	47.4	47.2	54.3	49.5	42.9	40.3	42.8	46.3
Operating EBIT margin	36.3	25.2	24.3	42.0	39.4	38.0	46.8	41.8	35.6	32.1	35.7	38.7
Operating EBITDA margin	38.2	39.0	37.2	33.9	41.0	49.6	54.0	43.0	47.3	44.0	48.0	50.9
Net profit margin	9.9	8.4	5.0	3.1	10.9	19.4	23.1	15.3	19.6	14.5	18.4	20.6
Growth (YoY)												
Revenue growth	64.6	2.9	(13.5)	(54.8)	(0.5)	35.7	73.6	28.6	32.5	19.8	11.9	6.4
Operating EBIT growth	403.0	100.4	59.6	(72.4)	8.1	104.5	234.0	28.1	19.6	1.1	(14.7)	(1.7)
Operating EBITDA growth	268.2	131.8	87.6	(88.1)	6.7	72.6	152.1	63.4	52.8	6.3	(0.5)	25.8
Net profit growth	(39.9)	(56.1)	(81.2)	(94.7)	9.5	215.9	696.2	540.7	139.0	(10.6)	(10.6)	42.9
Normalized profit growth	(39.9)	(56.1)	(81.2)	(94.7)	9.5	215.9	696.2	540.7	107.8	(19.5)	(18.4)	32.8

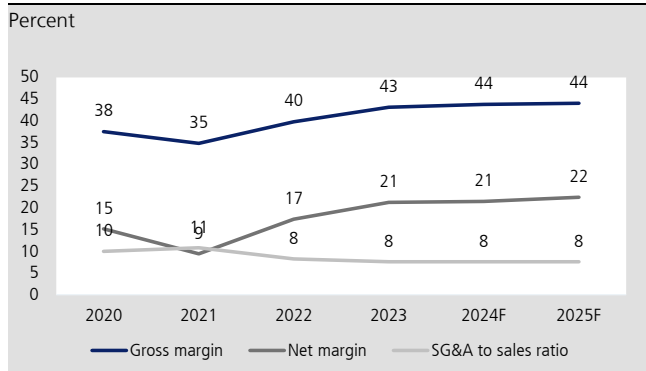
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 15: Company profile

Bangkok Expressway and Metro (BEM) engages in the construction and management of expressways in Thailand. The company operates through Expressway Business, Rail Business, and Commercial Development Business segments. It is involved in the O&M of metro services. The company also operates and manages Si Rat Expressway, Si Rat - Outer Ring Road Expressway, and Udon Ratthaya Expressway, as well as MRT Purple Line (PPP Gross cost) and MRT Blue Line and Blue Line extension projects (PPP Net Cost). In addition, it undertakes commercial developments related to the expressways; and engages in the rental of retail space, and advertising services, as well as offers telecommunication services inside and outside of train stations.

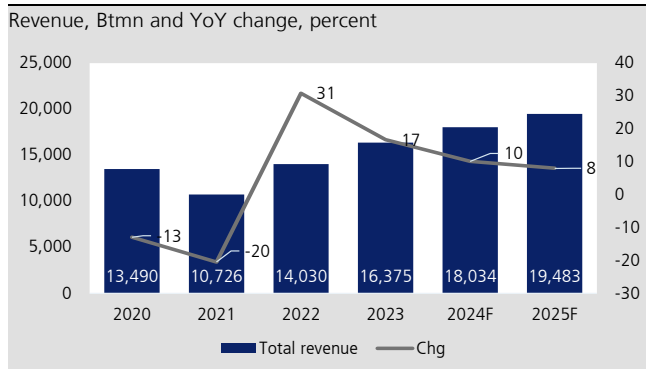
Source: Company data

Figure 17: Margins



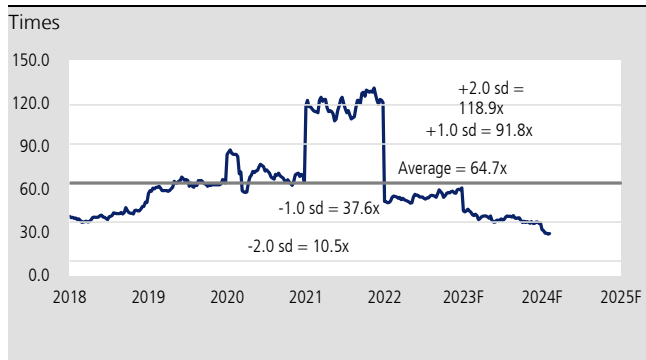
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 19: Revenue



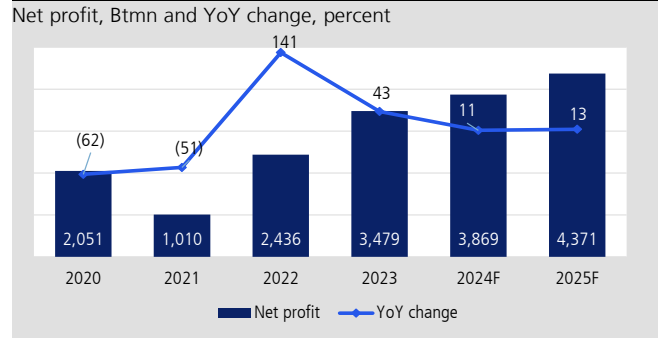
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 21: Company trading P/E



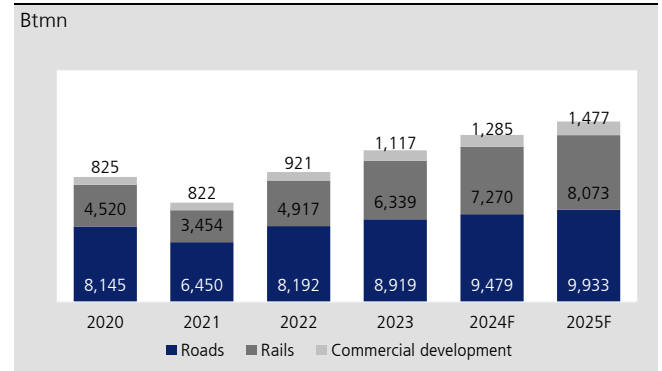
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 16: Net profit



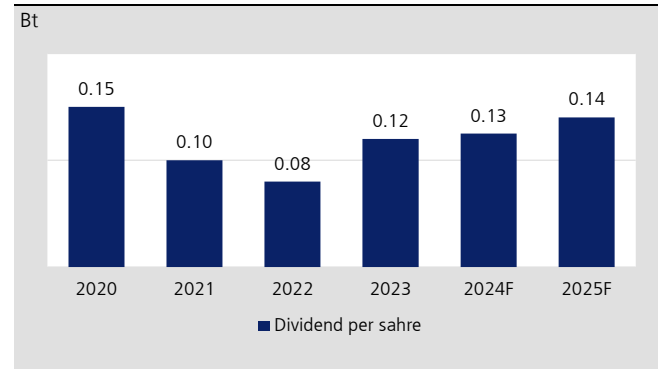
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 18: Revenue outlook



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 20: Company dividend per share (DPS)



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 22: Company trading P/E (Pre-Covid)



Source: Company data, KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023A	2024F	2025F
Total Assets	115,088	114,128	112,496	116,874	120,846
Current Assets	4,541	5,566	5,247	6,632	6,654
Cash & ST Investment	1,131	1,788	1,246	1,654	1,441
Inventories	0	0	0	0	0
Account Receivable	473	648	897	1,803	1,948
Others	2,936	3,130	3,104	3,174	3,265
Non-current Assets	110,548	108,563	107,249	110,243	114,192
LT Investment	0	0	0	0	0
Net fixed Assets	0	0	0	0	0
Others	110,548	108,563	107,249	110,243	114,192
Total Liabilities	77,390	76,865	74,832	74,357	76,098
Current Liabilities	10,645	12,092	15,566	15,902	16,350
Account Payable	1,492	1,763	1,615	1,776	1,954
ST Borrowing	8,733	9,872	13,462	13,673	13,902
Others	420	457	489	452	493
Long-term Liabilities	66,744	64,773	59,265	58,456	59,748
Long-term Debts	62,667	60,768	55,057	53,891	54,809
Others	4,077	4,005	4,208	4,565	4,939
Shareholders' Equity	37,699	37,264	37,664	42,863	45,094
Common Stock	15,285	15,285	15,285	15,285	15,285
Capital Surplus	5,817	5,817	5,817	5,817	5,817
Retained Earnings	16,697	17,980	19,801	21,759	23,991

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2021	2022	2023A	2024F	2025F
Growth (%YoY)					
Sales	(20.5)	30.8	16.7	10.1	8.0
OP	(30.6)	70.6	31.3	12.1	8.8
EBITDA	(50.3)	54.7	29.7	11.1	7.5
NP	(50.8)	141.2	42.8	11.2	13.0
Normalized Profit	(50.7)	141.2	42.8	11.2	13.0
EPS	(50.8)	141.2	42.8	11.2	13.0
Normalized EPS	(50.7)	141.2	42.8	11.2	13.0
Profitability (%)					
Gross Margin	34.8	39.8	43.1	43.8	44.0
Operating Margin	24.4	31.8	35.7	36.4	36.6
EBITDA Margin	39.7	47.0	52.2	52.7	52.4
Net Margin	9.4	17.4	21.2	21.5	22.4
ROAA	0.9	2.1	3.1	3.3	3.6
ROAE	2.7	6.5	9.2	9.0	9.7
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	205.3	206.3	198.7	173.5	168.8
Net Debt/Equity (%)	186.4	184.8	178.6	153.8	149.2
Interest Coverage (x)	1.5	2.2	2.8	2.9	3.2
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
Cash Flow Interest Coverage (x)	0.8	1.6	2.2	2.1	2.7
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
Current Ratio (x)	0.4	0.5	0.3	0.4	0.4
Quick Ratio (x)	0.4	0.5	0.3	0.4	0.4
Net Debt (Bt mn)	70,268.7	68,852.1	67,273.2	65,909.8	67,269.9
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
Normalized EPS	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
CFPS	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
BVPS	2.5	2.4	2.5	2.8	3.0
SPS	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3
EBITDA/Share	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Activity					
Asset Turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Days Receivables	16.1	16.9	20.0	36.5	36.5
Days Inventory	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Days Payable	89.9	91.3	80.3	63.9	65.4
Cash Cycle	-73.8	-74.5	-60.3	-27.4	-28.9

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to Dec 31 (Btmn)	2021	2022	2023A	2024F	2025F
Revenue	10,727	14,029	16,374	18,034	19,483
Cost of Goods Sold	(10,370)	(8,795)	(8,275)	(11,542)	(12,873)
Gross Profit	3,737	5,582	7,064	7,893	8,577
Operating Expenses	(1,160)	(1,160)	(1,241)	(1,371)	(1,481)
Other Incomes	35	33	30	36	39
Operating Profit	2,613	4,456	5,853	6,559	7,136
Depreciation of fixed assets	(932)	(1,401)	(1,968)	(2,181)	(2,291)
Operating EBITDA	4,264	6,596	8,554	9,500	10,208
Non-Operating Income	719	739	734	761	781
Interest Income	227	187	176	198	214
Other Non-op Income	492	552	558	562	567
Non-Operating Expense	(2,187)	(2,361)	(2,371)	(2,484)	(2,453)
Interest Expense	(2,187)	(2,361)	(2,371)	(2,484)	(2,453)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	0	0	0	0	0
Pretax Profit	1,145	2,834	4,216	4,836	5,464
Current Taxation	(134)	(398)	(737)	(967)	(1,093)
Minorities	(1)	(0)	(0)	0	0
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
Net Profit	1,010	2,436	3,479	3,869	4,371
Normalized Profit	1,010	2,436	3,479	3,869	4,371
EPS (Bt)	0.07	0.16	0.23	0.25	0.29
Normalized EPS (Bt)	0.07	0.16	0.23	0.25	0.29

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023A	2024F	2025F
Operating Cash Flow	1,655	3,777	5,107	5,198	6,646
Net Profit	1,011	2,436	3,479	3,869	4,371
Depreciation & Amortization	932	1,401	1,968	2,181	2,291
Change in Working Capital	(288)	(61)	(339)	(852)	(17)
Others	1	0	0	0	(0)
Investment Cash Flow	(2,951)	512	(450)	(4,818)	(5,866)
Net CAPEX	(2,415)	(2,159)	(2,430)	(4,936)	(6,834)
Change in LT Investment	(69)	2,491	1,737	(584)	613
Change in Other Assets	(467)	179	243	702	355
Free Cash Flow	(1,295)	4,288	4,657	379	780
Financing Cash Flow	814	(3,632)	(5,199)	375	(993)
Change in Share Capital	0	(346)	0	346	0
Net Change in Debt	2,160	(760)	(2,121)	(955)	1,147
Change in Other LT Liab.	4	(1,372)	(1,421)	2,895	0
Net Cash Flow	(482)	657	(542)	754	(213)

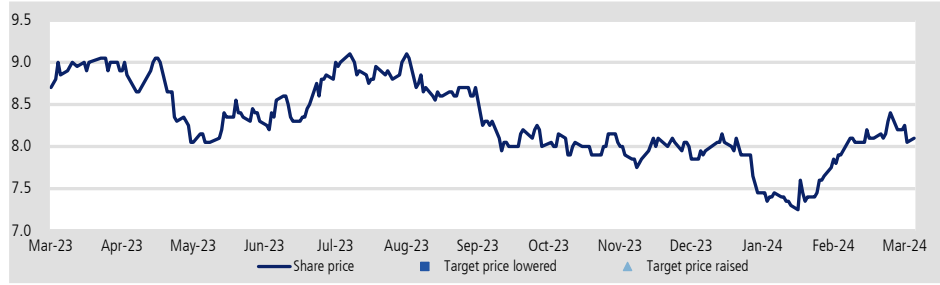
Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1-	COGS Revenue	+	Depreciation Revenue	+	Operating Exp. Revenue	=	Operating Margin
2021		56.5%		8.1%		10.8%		24.6%
2022		50.2%		9.5%		8.3%		32.0%
2023		44.8%		11.5%		7.6%		36.1%
2024F		56.2%		11.6%		7.6%		24.6%
2025F		56.0%		11.3%		7.6%		25.1%
Year	1/	Working Capital Revenue	+	Net PPE Revenue	+	Other Assets Revenue	=	Capital Turnover
2021		(0.6)		0.0		10.7		0.1
2022		(0.5)		0.0		8.1		0.1
2023		(0.6)		0.0		6.9		0.2
2024F		(0.5)		0.0		6.5		0.2
2025F		(0.5)		0.0		6.2		0.2
Year		Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	=	After-tax Return on Inv. Capital
2021		24.6%		0.1		11.7%		0.3%
2022		32.0%		0.1		14.0%		0.6%
2023		36.1%		0.2		17.5%		1.0%
2024F		24.6%		0.2		20.0%		0.8%
2025F		25.1%		0.2		20.0%		0.9%

Source: KGI Securities Research

Bangkok Expressway and Metro – Recommendation & target price history



Source: KGI Securities Research

Company's ESG details

Environment

- Pollution & Waste -To be a journey that uses resources efficiently, without causing pollution, while also maintaining a sustainable environment for next generations.
-Minimizes waste generation at the source by adhering to the 7R principles, namely Reduce, Return, Replace, Reuse, Repair, Recycle and Refill.
- Energy saving -The Company implemented a total of 3 energy management projects with an investment budget of approximately Bt15.9mn. In comparison to the previous year, the Company was able to save energy costs by Bt18.5mn, which resulted in a reduction of 3,975,959 kWh of total energy usage and 1,987 tons of carbon dioxide equivalent in greenhouse gas emissions.
-Amount of renewable energy from solar cells=637,587 Kwh
-Increased consumption of recycled water = 5610 cubic meters
- Environmental policy - The Company respects the community and takes care of the environment, has waste management, pollution management, has an environmental management system (ISO 14001: 2015) and occupational health and safety management standards (ISO 45001: 2018)

Social

- Human capital -Average employee training hours (from total courses) = 45 hours/FTE/year
-Number of employees receiving cyber risk and cybersecurity trainings >450 FTE
-Number of work-related fatalities among employees and contractors = 0
- External communities -New innovations for the improvement of operations and services =3 projects
-Investment in innovative technology =Bt2mn
- Customers -Total customer satisfaction (Expressway and rail business customers) = 96.63%
-Injuries with severe impact on passengers =0
-The Company strives to maintain customer rights and has the personal data protection policy, an information security standard system (ISO 27001) and a quality management system (ISO 9001 : 2015) to meet service standards
- Community -Community satisfaction =96%
-Carrying out a feasibility study during the pre-construction and construction phases through holding a meeting to listen to people's opinions, doing some networking, making a community visit and receiving their complaints. In this regard, after the delivery of the services, the Company has set up community-beneficial projects.
- Social opportunity -Genders of Directors: 11 Male, 6 Female

Governance

- The company maintains annual "Excellent" CG scoring From Thai Institute of Directors Association (IOD)
- The Company received the results of the SET ESG Rating of sustainability bonds for 2023 from the Stock Exchange at the AA level

Climate Management (Being the subset of Environment)

- Aiming for carbon neutrality by 2050 and net zero greenhouse gas emissions by 2065

Source: Company data, KGI Securities Research

SET ESG Ratings

Stock	Company name	SET ESG Ratings	Stock	Company name	SET ESG Ratings
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	AAA	KTC	KRUNGTHAI CARD	AAA
AMATA	AMATA CORPORATION	AAA	LH	LAND AND HOUSES	A
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	A	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	AA
AP	AP (THAILAND)	AA	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	A
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	AA	MINT	MINOR INTERNATIONAL	AA
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMEN	AA	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	A
BANPU	BANPU	AAA	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	AAA
BBGI	BBGI	AA	ORI	ORIGIN PROPERTY	AA
BBL	BANGKOK BANK	AA	OSP	OSOTSPA	AA
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	AA	PLANB	PLAN B MEDIA	AA
BCP	BANGCHAK CORPORATION	AAA	PSH	PRUKSA HOLDING	BBB
BCPG	BCPG	AA	PTT	PTT	AAA
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	AA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	AAA
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	AA	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	AAA
BGRIM	B.GRIMM POWER	AAA	RATCH	RATCH GROUP	AA
BPP	BANPU POWER	AAA	RBF	R&B FOOD SUPPLY	BBB
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	AA	SAK	SAKSIAM LEASING	A
CBG	CARABAO GROUP	A	SAPPE	SAPPE	BBB
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	A	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY	AA
CK	CH. KARNCHANG	A	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	BBB
CKP	CK POWER	AAA	SCB	SCB X	AA
COM7	COM7	A	SCC	THE SIAM CEMENT	AAA
CPALL	CP ALL	AAA	SCCC	SIAM CITY CEMENT	AA
CPAXT	CP AXTRA	AAA	SCGP	SCG PACKAGING	AAA
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	AAA	SHR	S HOTELS AND RESORTS	A
CPN	CENTRAL PATTANA	AA	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY	A
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	AA	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER	AA
ERW	THE ERAWAN GROUP	A	SNC	SNC FORMER	A
GFPT	GFPT	BBB	SPALI	SUPALAI	AA
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	AA	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION	A
GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	AA	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)	AAA
GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	AA	TCAP	THANACHART CAPITAL	A
HANA	HANA MICROELECTRONICS	AA	TFG	THAIFOODS GROUP	A
HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	A	THCOM	THAICOM	AAA
HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	AA	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP	AAA
INTUCH	INTOUCH HOLDINGS	AA	TOP	THAI OIL	AAA
IRPC	IRPC	AA	TTB	TMBTHANACHART BANK	AA
IVL	INDORAMA VENTURES	AA	UBE	UBON BIO ETHANOL	A
KBANK	KASIKORNBANK	AAA	VGI	VGI	AA
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	BBB	WHA	WHA CORPORATION	AAA
KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	BBB	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER	AAA
KTB	KRUNG THAI BANK	AAA	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP	AA

Source: www.setsustainability.com

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	RATCH	RATCH GROUP
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RBF	R&B FOOD SUPPLY
AMA	AMA MARINE	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY
AMATA	AMATA CORPORATION	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SCB	SCB X
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	SCC	THE SIAM CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SCCC	SIAM CITY CEMENT
AP	AP (THAILAND)	INTUCH	INTOUCH HOLDINGS	SCGP	SCG PACKAGING
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	IRPC	IRPC	SEAFCO	SEAFCO
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	IVL	INDORAMA VENTURES	SHR	S HOTELS AND RESORTS
BANPU	BANPU	KBANK	KASIKORNBANK	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY
BBL	BANGKOK BANK	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BCP	BANGCHAK CORPORATION	KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	SNC	SNC FORMER
BCPG	BCPG	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SPALI	SUPALAI
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTC	KRUNGTHAI CARD	STEC	SIANO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BGRIM	B. GRIMM POWER	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
BPP	BANPU POWER	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	SUN	SUNSWEET
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	SVI	SVI
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TACC	T.A.C. CONSUMER
CK	CH. KARNCHANG	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TCAP	THANACHART CAPITAL
CKP	CK POWER	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	THCOM	THAICOM
COM7	COM7	ORI	ORIGIN PROPERTY	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CPALL	CP ALL	OSP	OSOTSPA	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CPAXT	CP AXTRA	PLANB	PLAN B MEDIA	TOP	THAI OIL
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PSH	PRUKSA HOLDING	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PTG	PTG ENERGY	TU	THAI UNION GROUP
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTT	PTT	VGI	VGI
DOHOM	DOHOME	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	WHA	WHA CORPORATION
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER
GFPT	GFPT	PYLON	PYLON	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	QH	QUALITY HOUSES		



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SFT	SHRINKFLEX (THAILAND)
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SINGER	SINGER THAILAND
BEC	BEC WORLD	M	MK RESTAURANT GROUP	SMD	SAINTMED
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	SNNP	SRINANAPORN MARKETING
CBG	CARABAO GROUP	NETBAY	NETBAY	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
CHG	CHULARAT HOSPITAL	PJW	PANJAWATTANA PLASTIC	TFG	THAIFOODS GROUP
ERW	THE ERAWAN GROUP	SAK	SAKSAM LEASING	TIDLOR	NGERN TID LOR
ESSO	ESSO (THAILAND)	SAPPE	SAPPE	TNP	THANAPIRIYA
HUMANAN	HUMANICA	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	UBE	UBON BIO ETHANOL
IIG	I&I GROUP	SFLEX	STARFLEX	XO	EXOTIC FOOD



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AU	AFTER YOU	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TPCH	TPC POWER HOLDING
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	MENA	MENA TRANSPORT		
JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	SISB	SISB		

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BBGI	BBGI	NTSC	Nutrition SC	TGE	THACHANG GREEN ENERGY
BTG	BETAGRO	PLT	Pilatus Marine		
ITC	i-Tail Corporation	PQS	Premier Quality Starch		

Source: www.thai-iod.com

Disclaimer: The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAD GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRIWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFSCO	SEAFSCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 • Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.