

8 December 2025

Ground Transport

ร.มว.คมนาคม เตรียมเสนอ ครม. อนุมัติหลักการ Single Ownership เปิดทางซื้อคืนสัมปทานรถไฟฟ้า

Ground Transport

Neutral (maintained)

News Flash

□ ร.มว.คมนาคม เตรียมเสนอ ครม. อนุมัติหลักการ Single Ownership เปิดทางซื้อคืนสัมปทานรถไฟฟ้า ที่ประชุมคณะรัฐมนตรี (ครม.) วันพรุ่งนี้ (9 ธ.ค.) กระทรวงคมนาคม เตรียมเสนอ ครม. พิจารณาอนุมัติหลักการ Single Ownership โดยให้การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย (รฟม.) เป็นหน่วยงานหลักเพียงหน่วยงานเดียวในการกำกับดูแลให้ทุกโครงการรถไฟฟ้าอยู่ภายใต้นโยบายเดียวกันอย่างมีเอกภาพ และสามารถกำหนดค่าโดยสารที่เป็นประโยชน์ต่อประชาชนได้ โดยประเด็นสำคัญคือ หาก ครม. เห็นชอบหลักการดังกล่าว จะเปิดทางไปสู่การซื้อคืนสัมปทานรถไฟฟ้าจากเอกชนที่ถือสัญญาในรูปแบบสัมปทานแบ่งรายได้แก่รัฐ (PPP Net Cost)

นอกจากนี้จากการหารือร่วมกับนายเอกนิติ นิติทัณฑ์ประภาศ รองนายกรัฐมนตรีและร.มว.คลัง เบื้องต้นเห็นว่าวิธีการซื้อคืนสัมปทานมีความเป็นไปได้ 2 แนวทางคือ 1) การระดมทุนโดยการออกพันธบัตร (Bond) ร่วมกับกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย (TFF Fund) และ 2) รัฐแก้สัญญาสัมปทานจาก PPP Net Cost เป็นแบบจ้างวิ่งบริการ หรือ PPP Gross Cost และให้สัมปทานเอกชนรายเดิม 30 ปี (รัฐจ่ายค่าจ้างเดินรถรายปี) เพื่อให้เอกชนมีหลักทรัพย์สามารถนำไปกู้ยืมเงินกับสถาบันการเงินมาก่อนระหว่างที่รอรัฐชำระเงินซื้อคืน หรือหากเอกชนมีเงินมากพอก็อาจไม่กู้ก็ได้ และรอรัฐชำระเงินซื้อคืนสัมปทานให้ภายหลังพร้อมดอกเบี้ย

ขณะเดียวกัน รฟม. ได้นำเสนอผลการศึกษาแนวทางการซื้อคืนสัมปทานรถไฟฟ้าที่มีความเป็นไปได้ เบื้องต้นว่า เริ่มแรกรัฐต้องเจรจากับเอกชนเพื่อแก้สัญญาสัมปทานจาก PPP Net Cost เป็นแบบ PPP Gross Cost ก่อน หลังจากนั้นรัฐให้สัมปทานเอกชนรายเดิมเป็นเวลา 30 ปี ส่วนค่าโดยสารรวมจะเริ่มต้นจัดเก็บที่ 40 บาท (เหมาจ่ายรายวันทุกสายทาง) และจะปรับขึ้นทุก 2 ปี 10 บาท และเมื่อค่าโดยสารปรับขึ้นจนถึง 80 บาทแล้ว ก็จะมีการปรับขึ้นทุก ๆ ปีละ 2 บาท โดยตามหลักการนี้ ประเมินว่ารัฐจะเริ่มมีรายได้เป็นบวกในปีที่ 12 นับจากการแก้สัญญา และจะเริ่มจ่ายค่าซื้อคืนสัมปทานแก่เอกชนได้ (ที่มา: ข่าวหุ้น)

Implication

■ **เรามีมุมมองเป็นกลาง** โดยสำหรับแนวทางแรกของการซื้อคืนสัมปทาน เราคาดการณ์มีความเป็นไปได้ที่รัฐจะเจรจาโดยอิงตามมูลค่าของสัมปทานที่เหลือ ทำให้มูลค่าโดยรวมจะใกล้เคียงเดิม ขณะที่เรามองเป็นบวกเล็กน้อยสำหรับแนวทางที่ 2 โดยหากคำนวณมูลค่าของสัญญาจ้างวิ่งบริการ PPP Gross Cost ใหม่ ระยะเวลา 30 ปี และสุทธิกับมูลค่าสัมปทานที่คงเหลือปัจจุบัน เบื้องต้นเราประเมินจะเป็น upside ราคาเป้าหมาย BEM และ BTS ราว 4-5 บาท/หุ้น อย่างไรก็ตามปัจจุบันประเด็นดังกล่าวยังเป็นเพียงการเจรจาเบื้องต้น โดยมูลค่าการซื้อคืนสัมปทานและสัญญาใหม่ยังไม่ได้ข้อสรุป ขณะที่ ร.มว.คมนาคม เปิดเผยว่าการซื้อคืนสัมปทานจะไม่เกิดขึ้นในรัฐบาลชุดปัจจุบัน ทำให้เรามองว่าประเด็นดังกล่าวยังต้องใช้เวลา รวมถึงต้องรอทิศทางนโยบายของรัฐบาลชุดใหม่ด้วย ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงจากนโยบายปัจจุบัน

■ **ทั้งนี้สำหรับกลุ่ม Ground Transport เราคงน้ำหนัก "Neutral" และ Top pick ได้แก่ BEM (ซื้อ/เป้า 10.00 บาท)** โดยปัจจุบันเทรด 2025E PER 22x เทียบกับ BTS 146x ขณะที่เราคงมุมมองบวกต่อแนวโน้มระยะยาวตามการขยายโครงข่ายรถไฟฟ้า ขณะที่สำหรับโครงการใหม่ แม้โครงการ Double Deck มีโอกาสล่าช้าจากการเปลี่ยนรัฐบาล แต่เราเชื่อว่า BEM ยังมีโอกาสที่จะได้โครงการดังกล่าว โดยคาดเห็นความคืบหน้าในปี 2026E

Analyst: Veeraya Mukdapitak (Reg. no. 086645)

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 1: Estimated fair value based on new O&M contracts

Company	Concessions under PPP net cost model	Approx. total value of remaining contracts (Bt mn)	Value per share of remaining contracts (Bt)	NPV of new 30-yr O&M contracts & previous concession payback (Bt mn)	Value per share of new contracts (Bt)	Upside per share (Bt)
BEM	Blue Line, Orange Line	113,000	7.4	177,448	11.6	4.2
BTS	Core Green Line, Pink Line, Yellow Line	100,000	6.2	184,396	11.5	5.3
Total		213,000	13.6	361,844	23.1	9.5

Source: DAOL

Fig 2: Current concessions

	Mass Transit Line	Concession Type	Concession Expiry Year
BEM	Blue Line	PPP Net Cost	2050
	Purple Line	Gross Cost (O&M)	2043
	Orange Line	PPP Net Cost	2058
BTS	Core Green Line	PPP Net Cost	2029
		Gross Cost (O&M)	2042
	Green Line Extension 1	Gross Cost (O&M)	2042
	Green Line Extension 2	Gross Cost (O&M)	2042
	Gold Line	Gross Cost (O&M)	2050
	Yellow Line	PPP Net Cost	2053
	Pink Line	PPP Net Cost	2053

Source: DAOL

Fig 3: Peer comparison

Stock	Rec	Price 04-Dec-25	Target price	Upside (%)	Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)		ROE (%)	
					25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
BEM	BUY	5.45	9.00	65.1	1.6	4.1	1.6	4.1	21.8	20.9	2.2	2.1	2.7	2.7	10.1	10.0
BTS	HOLD	2.50	4.00	60.0	-87.0	162.3	n.m.	162.3	146.4	55.8	0.7	0.7	1.2	1.3	0.5	1.2
Sector					-30.3	14.7	55.4	14.7	84.1	38.4	1.4	1.4	1.9	2.0	5.3	5.6

Source: DAOL

Corporate governance report of Thai listed companies 2024

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เพื่อเผยแพร่สาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งานการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอื่นเพื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 4