

# TOA Paint (Thailand) (TOA TB)

## แนวโน้มเติบโตและมาร์จิ้นขยายตัว

### ปรับประมาณการ และ ราคาเป้าหมายขึ้น คงแนะนำ ซื้อ

เราคงแนะนำ ซื้อ โดยปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 40 บาท จากเดิม 37 บาท บนฐาน Forward P/E เฉลี่ย 35 เท่า จากประมาณการที่ปรับขึ้นเพิ่ม เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีกว่าคาด จากต้นทุนที่ลดลง แนวโน้มยอดขายและกำไรปี 2566 จะเติบโตสูง 10% / 40% ตามลำดับ และ ปี 2567 คาดจะเติบโตต่อ 8% / 10% ระยะเวลาจะได้แรงบวกเพิ่มจากการขยายสู่วัสดุก่อสร้างครบวงจรมากขึ้น TOA มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง มีเงินสดในมือสูง 7.5 พันล้านบาท โดยปัจจัยที่จะช่วยหนุนราคาหุ้น คือ ยอดขายที่เติบโต และ อัตรากำไรขั้นต้นที่ดีจากต้นทุนที่ลดลง หนุนกำไรเติบโตสูง

### ผู้บริหารคงเป้าหมายยอดขายโต 15% ในขณะที่มาร์จิ้นขยายตัว

ปี 2566 ผู้บริหารคงเป้าหมายยอดขายโต 15% ในขณะที่ปรับเพิ่มคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มเป็น 32.9-34% จากเดิม 31% เนื่องจาก TOA จะใช้ TiO2 จากจีนซึ่งมีต้นทุนต่ำกว่า 25-30% เข้ามาผสม TiO2 จากสหรัฐอเมริกาและยุโรป ในสัดส่วน 35% จากเป้าเดิม 20% โดย TiO2 มีสัดส่วน 20% ของต้นทุนรวม รวมถึง ต้นทุน Oil Link (สัดส่วน 15% ของต้นทุนรวม) ราคาที่ปรับลดลง

### ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น คาดปีนี้โตสูง

ปี 2566 เราปรับลดประมาณการยอดขายลงเหลือ 22,613 ล้านบาท โต 10% จากเดิมคาดจะโต 15% เนื่องจากในช่วงที่เหลือของปีจะไม่ได้ผลบวกจากราคาที่ปรับขึ้นใน 2Q65-3Q65 ในขณะที่ปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นเป็น 32.8% จากเดิม 30% เนื่องจากได้ผลบวกจากต้นทุนที่ลดลง และ ใช้ TiO2 จากจีนซึ่งมีต้นทุนถูกกว่าผสมมากขึ้น ทำให้กำไรปีนี้จะโตสูงถึง 40% สู่ระดับ 2,339 ล้านบาท แผนการลงทุนขยายธุรกิจจะช่วยหนุนยอดขาย และ กำไรปี 2567 โตต่อ 8% / 10% ตามลำดับ

### หุ้นมี Valuation ที่น่าสนใจ

TOA มี Valuation คือ ปี 2566 ซื้อขาย P/E เท่ากับ 28.2 เท่า (-1.5 SD) , P/BV 4.7 เท่า (-1 SD) และ EV/EBITDA 15.8 เท่า และ ปี 2567 Valuation จะถูกลงอีก คือ P/E เท่ากับ 25.6 เท่า , P/BV 4.3 เท่า และ EV/EBITDA 14.6 เท่า โดย TOA มีเงินสดในมือสูง 7.5 พันล้านบาท ในขณะที่มีเงินกู้ที่มีภาระดอกเบี้ยเพียง 153 ล้านบาท มีกระแสเงินสด EBITDA เท่ากับ 3.8-4 พันล้านบาท ในช่วงปี 2566-2567

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	17,570	20,649	22,613	24,422	26,253
EBITDA	2,985	2,849	3,827	4,081	4,348
Core net profit	1,835	1,672	2,339	2,571	2,809
Core EPS (THB)	0.90	0.82	1.15	1.27	1.38
Core EPS growth (%)	(10.0)	(8.9)	39.9	9.9	9.3
Net DPS (THB)	0.50	0.50	0.63	0.70	0.76
Core P/E (x)	35.4	41.0	28.8	26.2	24.0
P/BV (x)	5.3	5.4	4.8	4.4	4.0
Net dividend yield (%)	1.6	1.5	1.9	2.1	2.3
ROAE (%)	16.5	11.3	17.3	17.4	17.5
ROAA (%)	10.5	8.8	11.6	11.9	12.3
EV/EBITDA (x)	19.7	22.5	16.2	14.9	13.7
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Consensus net profit	-	-	2,237	2,455	2,716
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	3.7	4.8	3.4

Surachai Pramualcharoenkit  
surachai.p@maybank.com  
(66) 2658 5000 ext 1470

# BUY

Share Price	THB 33.25
12m Price Target	THB 40.00 (+20%)
Previous Price Target	THB 37.00

### Company Description

The company manufactures and distributes paint and coating products for end users

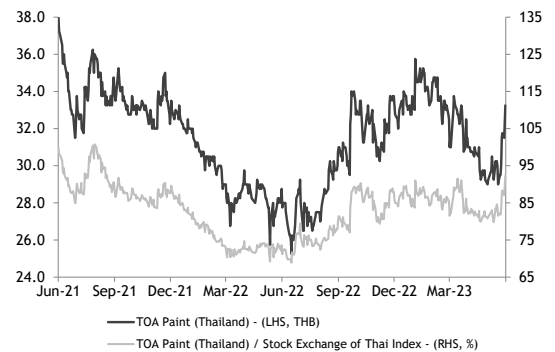
### Statistics

52w high/low (THB)	35.75/25.25
3m avg turnover (USDm)	1.2
Free float (%)	25.0
Issued shares (m)	2,029
Market capitalisation	THB67.5B USD1.9B

### Major shareholders:

Toa Group Holdings Co. Ltd.	30.0%
Mr. Jatuphat Tangkaravakoon	9.0%
Mr. Vonnarat Tangkaravakoon	9.0%

### Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	14	2	16
Relative to index (%)	13	8	25

Source: FactSet

ESG@MAYBANK IBG  
Tear Sheet Insert

## Value Proposition

- Leading paint and coating product producer in Thailand (No.1 with 50% market share) and ASEAN (c.13% market share).
- Well diversified in products: 60% Decorative, 36% Non-decorative, 4% Others. In terms of markets, Thailand is most important (83% of revenue), Vietnam 9% and by distribution channel: 68% are traditional retailers. Modern retail outlets account for 21%.
- Growth strategies are the following: 1) Fortifying leading position as No.1 paint brand in Thailand, 2) Growing in construction chemicals (non-decorative) and 3) Utilizing TOA's robust distribution network for new business, such as Protect & Repair Center, Mega Paint & Home, Fix & Build.

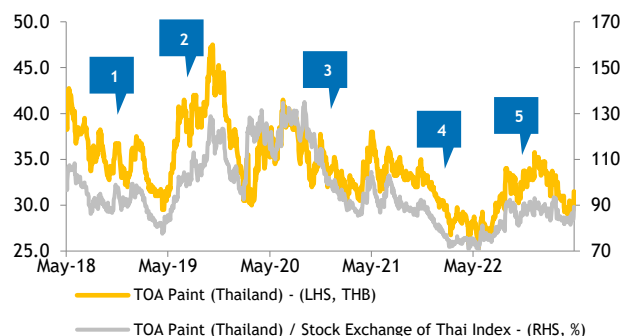
### Sales breakdown (THB m)

	2020	%	2021	%	2022	%
<b>By Geography</b>	<b>16,296</b>	<b>100%</b>	<b>17,570</b>	<b>100%</b>	<b>20,649</b>	<b>100%</b>
- Thailand	14,050	86%	14,870	85%	17,222	83%
- Vietnam	1,247	8%	1,397	8%	1,888	9%
- Other	999	6%	1,303	7%	1,539	7%
<b>By Product Segment</b>	<b>16,296</b>	<b>100%</b>	<b>17,570</b>	<b>100%</b>	<b>20,649</b>	<b>100%</b>
- Decorative	10,774	66%	11,078	63%	12,421	60%
- Non-decorative	5,185	32%	5,938	34%	7,400	36%
- Other	337	2%	554	3%	828	4%

Source: Company

## Price Drivers

### Historical share price trend



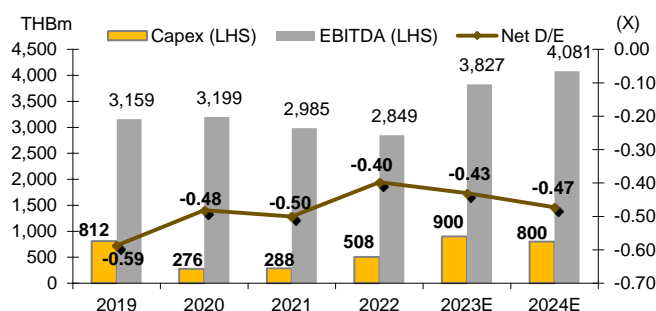
Source: Company, MST

1. Weak earnings from higher raw material cost and high SG&A.
2. Earnings improving thanks to growth in Thai and Vietnam as well as lower raw material costs.
3. Earnings are affected by Covid-19; lockdowns in Thailand and Vietnam.
4. Strong increase in raw material costs tracking crude oil prices.
5. Management set a FY23E sales growth target of 15% following 18% in FY22A.

## Financial Metrics

- Expecting FY23E gross margin of 32.8%, improving from the recent low of 27.9% in 3Q22 thanks to lower costs.
- Strong financial position with cash on hand and short-term investments of THB7.5b. TOA is in a net cash position.
- FY22A-24E EBITDA pa at THB2.8-4.0b is much higher than annual capex.

### Capex, EDITDA, net D/E



Source: Company

## Swing Factors

### Upside

- New investments delivering better than expected growth.
- Faster price increases to allow quicker recovery in margins.
- Strong recovery in construction and renovation activities to drive stronger recovery in demand.

### Downside

- Rapidly rising oil price affects price of many material inputs and can depress gross margins.
- Weaker than expected demand.
- Intense competition, especially amid weak demand may delay price adjustments.

Risk Rating & Score <sup>1</sup>	20.4 (Medium Risk - 10/274)
Score Momentum <sup>2</sup>	-9.7
Last Updated	20 April 2023
Controversy Score <sup>3</sup> (Updated: 20 April 2023)	No Evidence

## Business Model & Industry Issues

- Being No 1 brand in Thailand with 50% market share, TOA aims to become the market leader in the paint and coating products industry in the ASEAN. It has been successful in entering regional markets with high growth potential such as Vietnam and Indonesia and now has a 13% market share in the ASEAN, according to internal estimates.
- TOA is committed to producing quality paint products, safe for consumers while taking into account the impact on communities and the environment by following the law and other requirements or relevant international practice guidelines, including developing and improving to create a foundation of continuous and sustainable social responsibility.
- It operates under a concept of “Build a Sustainable Thailand” based on the following 4 principles: 1. Human resources development, 2. Production process with social responsibility, 3. business partnership development, 4. Continuous development of value and product technology, creating new inspiration from products and increasing efficiency and awareness of corporate social responsibility.
- TOA received the Thailand Sustainability Investment Award 2021 from the Stock Exchange of Thailand magazine.

## Material E issues

- TOA is a leader in “Greenovation” launching the green paint product “TOA Organic Care”. The first and only safest plant based paint in Thailand.
- TOA has implemented measures to conserve electricity continuously every year, water resource management and manufacturing process waste management.
- Using renewable energy not less than 17% of the total energy consumption by 2025 from the 2021 base year.
- Reducing GHG emissions by 2,700 tCO<sub>2</sub>e by 2025 from the 2021 base year.
- Reducing water consumption in the manufacturing process and utility systems by reusing treated wastewater by 5% from 2021 base year.
- Increasing the proportion of waste utilization from production process up to 98% by 2025 from 2012 base year.

## Material S issues

- TOA considers that social responsibility is an important part of its business and is involved in various projects and activities as part of corporate social responsibility (CSR) performance. It is a member of the CSR-DIW network where its Bangna Factory has been receiving the CSR-DIW award for the social responsibility standard set by the Department of Industrial Works annually since the year 2014. While the Samrong plant has been getting CSR-DIW award since 2015. For its CSR in Vietnam, TOA Paint (Vietnam) Co., Ltd., its subsidiary, donated to charity for poor children in Vietnam.
- In regards to caring for employees and labour workers, it established the following guidelines: 1) Respect of human rights, fair treatment of labour ,1.1 Treatment of each other under rights and freedoms, 1.2 Realise human rights, equality and workforce diversity, 1.3 Providing employment opportunities for people with disabilities and organizing a marketplace for caretaker of people with disabilities, 2) Recruitment 3) create satisfaction and motivation 4) Performance appraisal 5 ) Employee Engagement.

## Key G metrics and issues

- The Board of Directors consists of 9 people, 2 executive directors, 7 non-executive directors. 3 of 9 are independent directors, and 4 of 9 are female directors.
- The total compensation in 2022 was THB25.7m or 1.8% of the reported net profit.
- The Company's auditor is EY Office Company Limited.
- TOA places importance on the “Stakeholders” who are involved with the Company's operations (Value Chain), while taking into account both the positive and negative impacts that may arise. The steps are as follows: 1.) Each business unit is responsible for analysing the stakeholders involved in its own operations by identifying stakeholders based on factors such as dependence, responsibility, influence, and other factors as appropriate. 2.) Consider the impact of the company that may occur to stakeholders, both economic and social. 3.) Consider the positive and negative impacts of stakeholders that may occur on the Company such as finance, credibility, laws and regulations. 4.) Divide stakeholders according to the level of impact on the company 5.) Identify appropriate engagement methods to create engagement and meet the expectations of each group of stakeholders.
- Anti-Corruption has been incorporated with the company's business code of ethics which requires all directors, executives and employees to abide by and comply with. In addition, the company has also included it as part of the orientation course for new employees at all levels (TOA Orientation) through the “CSR & CoC (Code of Conduct)” course to promote knowledge and understanding for new employees to adhere to and perform properly.

<sup>1</sup>**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company's exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company's enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. <sup>2</sup>**Score Momentum** - indicates changes to the company's score since the last update - a **negative** integer indicates a company's improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. <sup>3</sup>**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

## 1. กำไร Q66 ทำสถิติสูงสุดใหม่

TOA มีกำไรสุทธิ 1Q66 ที่ฟื้นตัวเด่น และ เติบโตสูง มีกำไรสุทธิ 632 ล้านบาท (+121%QoQ, +54%YoY) มากกว่าเรา และ Consensus คาด 22% ถ้าไม่รวมรายการพิเศษจะมีกำไรปกติ 651 ล้านบาท (+63%QoQ, +46%YoY) ทำสถิติสูงสุดใหม่ กำไรมากกว่าคาดมากมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีกว่าคาด ในขณะที่ยอดขายเท่ากับคาด

ผลประกอบการได้แรงหนุนจาก ยอดขายที่เติบโตดีและทำสถิติ 5,654 ล้านบาท (+4%QoQ, +14%YoY) แรงหนุนจากตลาดไทย (สัดส่วน 87%) เติบโต 17%YoY จากตลาดฟื้นตัวโดยเฉพาะกรุงเทพฯและปริมณฑล และ จังหวัดที่มีนักท่องเที่ยว ในขณะที่ตลาดเวียดนาม (สัดส่วน 5%) ลดลง 21%YoY เนื่องจากมีการนำ โปรแกรม SAP มาใช้ ซึ่งช่วงแรกระบบติดขัดถึงหนึ่งเดือน ภาคอสังหาริมทรัพย์ในเวียดนามชะลอตัว และมีวันหยุดยาวในเทศกาลเต๋ต

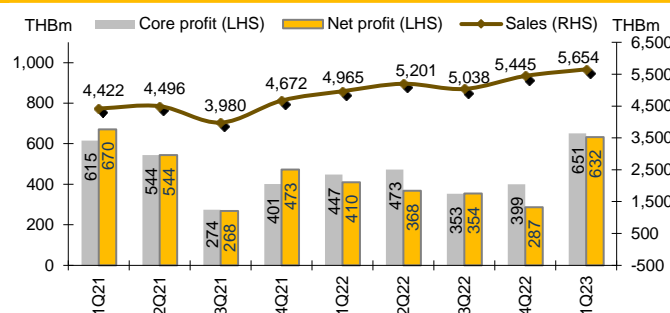
อัตรากำไรขั้นต้น 1Q66 ดีขึ้นมาก 32.9% จาก 29.1%/29.3% ใน 4Q65/1Q65 ตามลำดับ และ ดีกว่าเราคาด 30.7% เนื่องจากต้นทุนวัตถุดิบ Oil Link (สัดส่วน 15%) ได้ถูกลด และ ต้นทุน TiO2 (สัดส่วน 20%) มีการใช้ของเงินมาผสมมากขึ้นเป็น 17-18% จาก 8-10% ใน 4Q65 ซึ่ง TiO2 จากจีนจะถูกกว่าจากยุโรปประมาณ 25-30%

**Fig 1: Quarterly earnings (THBm) - 1Q23 core profit record high due to strong sales growth and higher gross profit margin**

	1Q23	4Q22	%QoQ	1Q22	%YoY	2023E	%YoY	1Q/23E
Sales	5,654	5,445	4%	4,965	14%	22,613	10%	25%
Other Income	51	44	15%	32	61%	170	-4%	30%
COGS	3,611	3,677	-2%	3,355	8%	14,433	3%	25%
Depreciation & amortisation	183	185	-1%	155	18%	763	14%	24%
Gross profit	1,859	1,583	17%	1,455	28%	7,417	24%	25%
Gross margin (%)	32.9%	29.1%	3.8%	29.3%	3.6%	32.8%	3.7%	-
SG&A	1,040	1,092	-5%	901	15%	4,523	13%	23%
SG&A/sales (%)	18%	20%	-1.7%	18%	0.3%	20%	0.6%	-
EBITDA	1,053	720	46%	741	42%	3,827	34%	28%
EBITDA margin (%)	19%	13%	5.4%	15%	3.7%	17%	3.1%	-
Interest expenses	17	9	84%	9	82%	47	24%	36%
Core profit	651	399	63%	447	46%	2,339	40%	28%
Extra items	(19)	(113)	nm..	(37)	nm.	(19)	nm.	nm.
- Forex gain (loss)	(19)	(179)	nm..	(6)	nm.	(19)	nm.	nm.
- Other gain (loss)	0	66	-100%	(31)	nm.	0	nm.	100%
Net profit	632	287	121%	410	54%	2,321	64%	27%
Core EPS (THB)	0.32	0.20	63%	0.22	46%	1.15	40%	28%
EPS (THB)	0.31	0.14	121%	0.20	54%	1.14	64%	27%

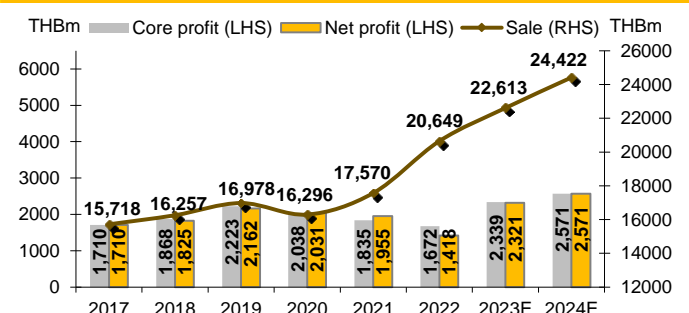
Source: TOA , MST

**Fig 2: Quarterly earnings - 1Q23 core profit a record high**



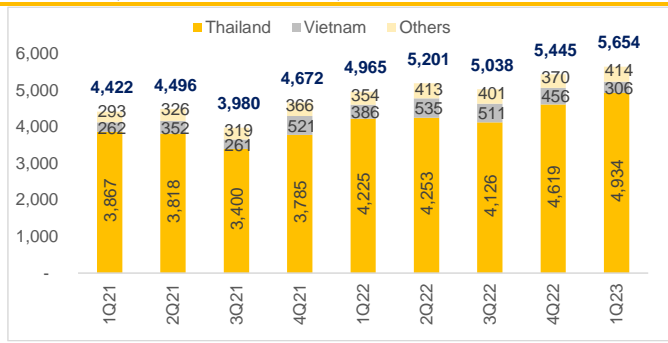
Source: TOA , MST

**Fig 3: Yearly earnings - FY23E earnings will experience strong growth due to higher sales and lower costs**



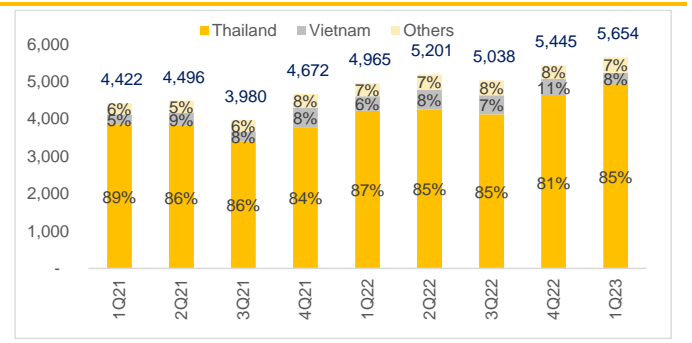
Source: TOA , MST

**Fig 4: Sales breakdown by geography (THBm) : Thailand +17% YoY, Vietnam -21% YoY, Others +17% YoY**



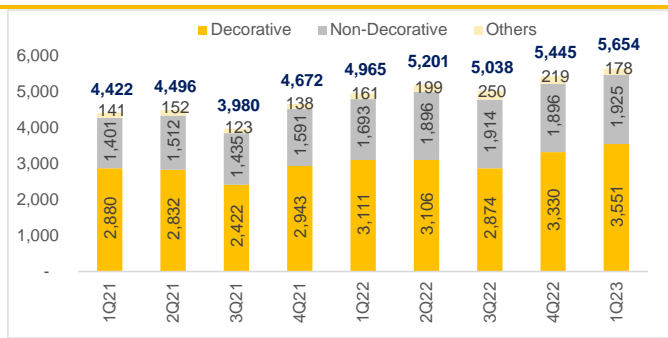
Source: TOA

**Fig 5: Sales breakdown by geography (%)**



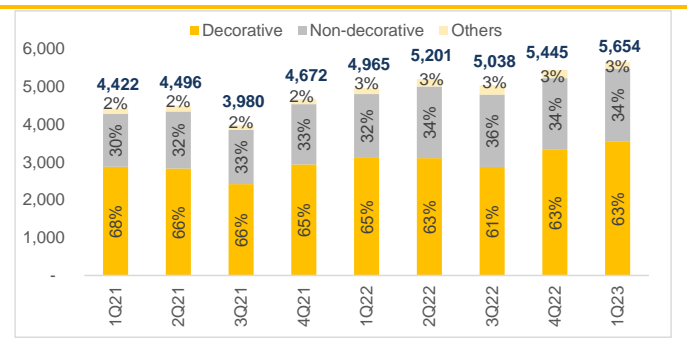
Source: TOA

**Fig 6: Sales breakdown by product segment (THBm) : decorative +14% YoY, non-decorative +14% YoY, Other +11% YoY**



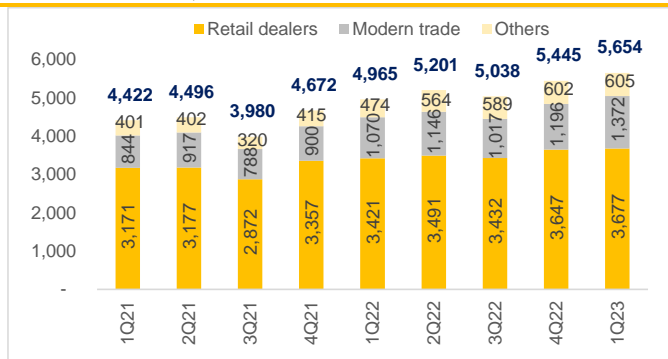
Source: TOA

**Fig 7: Sales breakdown by product segment (%) - higher sales portion of non-decorative and other products**



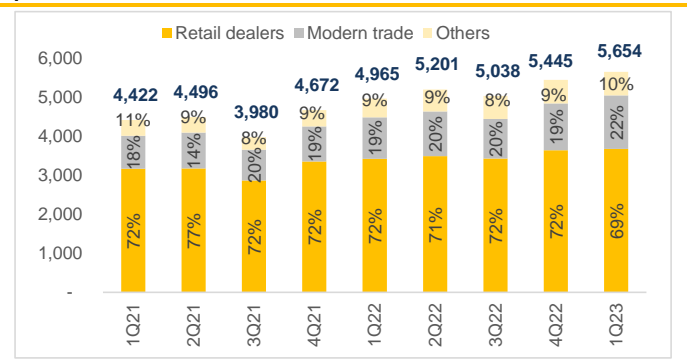
Source: TOA

**Fig 8: Sales breakdown by distribution channel (THBm) : dealers +7% YoY, modern trade +28% YoY**



Source: TOA

**Fig 9: Sales breakdown by distribution channel (%) - higher portion in modern trade**



Source: TOA

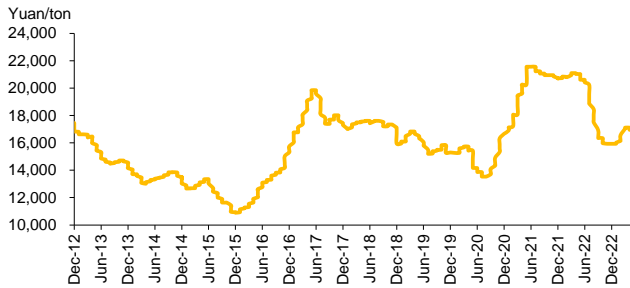
**2. คงยอดขายโต 15% และอัตรากำไรขั้นต้นจะดีขึ้นเป็น 32.9-34%**

ผู้บริหารยังคงเป้าหมายยอดขายเติบโต 15% แรงแทนจากการขยายสาขาของลูกค้า Modern Trade และ ลูกค้า Retail Dealer ทาง TOA ได้เข้าช่วยปรับปรุงเป็น TOA Mega Paint ซึ่งปี 2565 มี 10 สาขา ณ สิ้น 1Q66 เพิ่มเป็น 13 สาขา และ ตั้งเป้าสิ้นปี 2566 จะมี 25 สาขา สำหรับตลาดเวียดนามคาดว่าจะฟื้นตัวดีขึ้นหลังตกต่ำหนักใน 1Q66 แต่ยังมีปัญหาหลังหริมาตรพ์ จากก่อนหน้านี้มีการเก็งกำไรสูง รัฐบาลได้เข้ามาควบคุม ทำให้ไม่โตเท่าที่ประเมินไว้ โดยประเด็นความเสี่ยง เรื่องภัยแล้งจากปรากฏการณ์ El Niño อาจจะมีผลกระทบต่อลูกค้าในต่างจังหวัด

สำหรับแนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นผู้บริหารคาดการณ์ 2Q66 มีแนวโน้มดีขึ้นอีกและมีโอกาสถึง 34% เพราะ ใน 1Q66 ยังมี Oil Link (สัดส่วน 15%) และ TiO2 (สัดส่วน 20%) ที่เป็นต้นทุนเก่าที่มีราคาสูงบางส่วน ในขณะที่ 2Q66 จะเป็นต้นทุนใหม่ที่มีราคาลดลง นอกจากนี้ใน 2Q66 จะใช้ TiO2 จากจีนมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 35% ของยอดใช้ TiO2 รวม

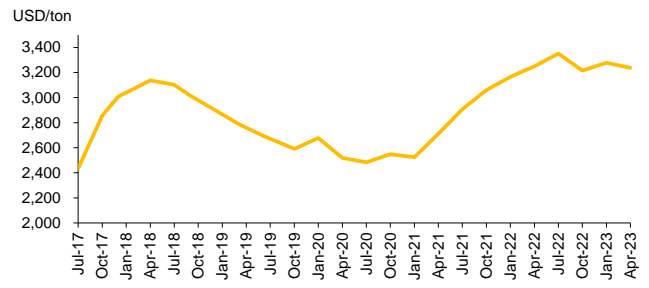
จาก 17-20% ใน 1Q66 และ 8-10% ใน 4Q65 ซึ่งราคา TiO<sub>2</sub> จากจีน จะมีราคาต่ำกว่า ราคาจากสหรัฐและยุโรป 25-30% สำหรับแนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นในครึ่งปีหลัง (2H66) ผู้บริหารประเมินจะอยู่ระหว่าง 32.9%-34%

**Fig 10: China titanium dioxide price down 20% from peak**



Source: Bloomberg

**Fig 11: EU titanium dioxide price down 3.4% from peak**



Source: Bloomberg

### 3. ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น

ปี 2566 เราปรับประมาณการยอดขายลงเหลือโต 10% จากเดิมคาดจะโต 15% เนื่องจาก ไตรมาส 1Q66 ยังได้ผลบวกจากราคาที่ปรับขึ้น 6%YoY สำหรับผลิตภัณฑ์สี และ 9%YoY สำหรับผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่สี ในขณะที่ไตรมาส 2Q66-4Q66 คาดราคาจะทรงตัว หลังจากที 2Q65-3Q65 ได้มีการทยอยราคาขึ้น เราเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นเป็น 32.8% จากเดิม 30% ซึ่งจะทำให้กำไรปกติเพิ่มขึ้นเป็น 2,339 ล้านบาท เดิมโต 40%YoY และ เพิ่มขึ้นจากคาดการณ์เดิม 8%

สำหรับปี 2567 เราคาดยอดขายจะเติบโตต่อ 8%YoY สู่ระดับ 24,422 ล้านบาท จาก แผนลงทุนเพิ่มและขยายธุรกิจ เพิ่มสินค้าผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่สีมากขึ้น และ คาดจะมีกำไรปกติเท่ากับ 2,571 ล้านบาท เดิมโต 10% เพิ่มขึ้นจากคาดการณ์เดิม 7%

**Fig 12: Revising our forecasts**

	Revision		Previous		%Chg	
	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
Sales (THBm)	22,613	24,422	23,747	25,647	-5%	-5%
Gross profit margin (%)	32.8%	32.5%	30.0%	30.4%		
Core profit (THB)	2,339	2,571	2,145	2,396	+9%	+7%
Core EPS (THB)	1.15	1.27	1.06	1.18	+9%	+7%

Source: STANLY, MST / Fiscal Year Ended 31 Mar.

### 4. ปี2566จะลงทุนเพิ่มเป็น 900 ล้านบาท

ปี 2563-2565 TOA มีการลงทุนต่ำมา 3 ปี เท่ากับ 276 ล้านบาท , 288 ล้านบาท และ 508 ล้านบาท ตามลำดับ ปี 2566 มีแผนจะลงทุนมากขึ้นประมาณ 900 ล้านบาท และ ปี 2567 ก็ยังลงทุนต่อเนื่อง เพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต เช่น สร้างศูนย์กระจายสินค้าใหม่ใน Ho Chi Minh City เวียดนาม ขยายโรงงานในเวียดนาม ย้ายโรงงานใน มาเลเซีย ปรับปรุงโรงงานที่บางนาให้ทันสมัยเป็นอัตโนมัติมากขึ้นสำหรับขั้นตอน Enamel and Emulsion ปรับปรุงโรงงานสำโรงให้ทันสมัยเป็นอัตโนมัติมากขึ้น ขยาย เคมีภัณฑ์ก่อสร้างและผลิตภัณฑ์จากซีเมนต์มากขึ้น

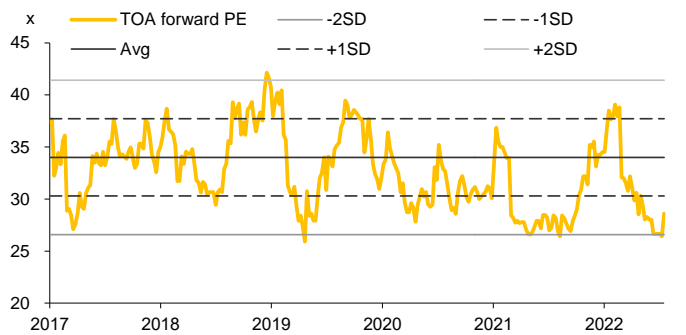
TOA มีเงินสดในมือสูง 7.5 พันล้านบาท ในขณะที่มีเงินกู้ที่มีภาระดอกเบี้ยเพียง 153 ล้านบาท มีกระแสเงินในรูปแบบ EBITDA ต่อปี 3.8-4.0 พันล้านบาทต่อปี การลงทุนระดับ ประมาณ 900 ล้านบาทต่อปี จึงไม่เป็นภาระ

Fig 13: Strategy to move into the non-decorative products and services or ‘Growing Beyond Color’



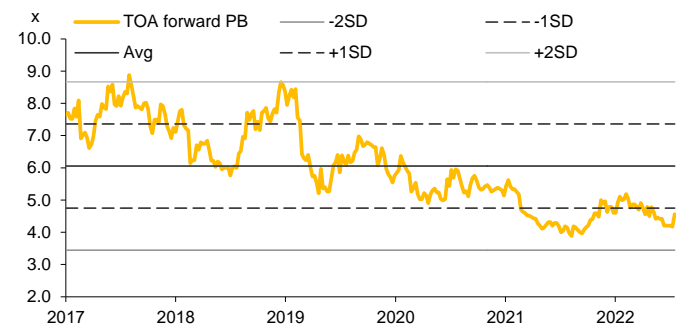
Source: TOA

Fig 14: TOA forward PER band



Source: Bloomberg

Fig 15: TOA forward PBV band



Source: Bloomberg

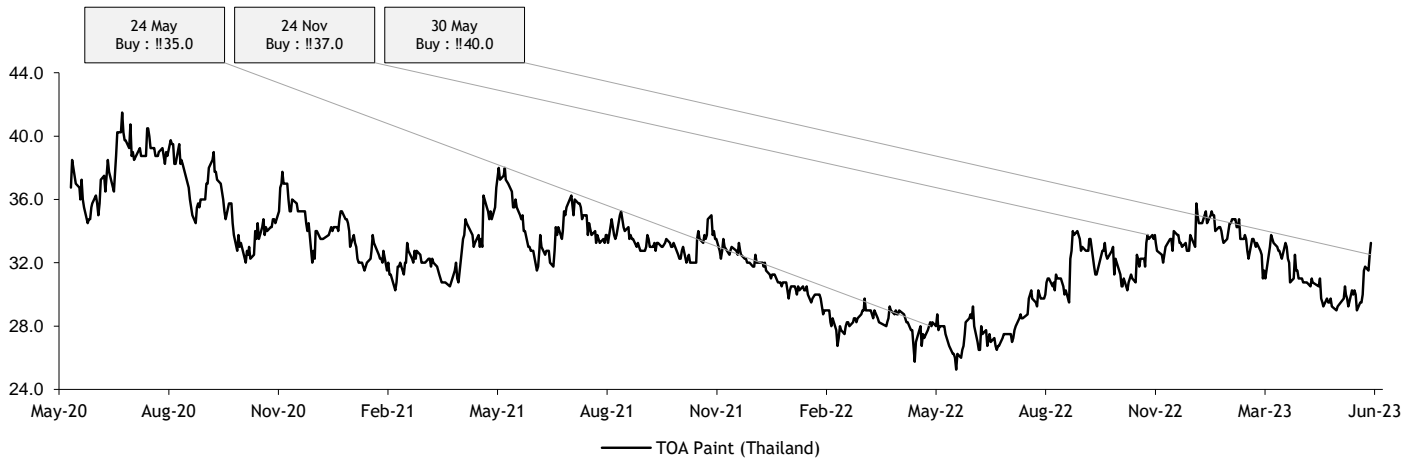
FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Key Metrics</b>					
P/E (reported) (x)	34.6	42.7	29.1	26.2	24.0
Core P/E (x)	35.4	41.0	28.8	26.2	24.0
P/BV (x)	5.3	5.4	4.8	4.4	4.0
P/NTA (x)	5.3	5.4	4.8	4.4	4.0
Net dividend yield (%)	1.6	1.5	1.9	2.1	2.3
FCF yield (%)	2.5	nm	2.8	3.6	4.4
EV/EBITDA (x)	19.7	22.5	16.2	14.9	13.7
EV/EBIT (x)	24.9	29.4	20.3	18.5	16.5
<b>INCOME STATEMENT (THB m)</b>					
Revenue	17,570.5	20,649.4	22,612.5	24,421.5	26,253.1
EBITDA	2,984.6	2,849.3	3,827.5	4,081.0	4,348.0
EBIT	2,369.1	2,179.5	3,064.4	3,301.1	3,593.3
Net interest income / (exp)	(34.8)	(38.2)	(47.4)	(31.6)	(26.4)
Associates & JV	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	2,334.3	2,141.3	3,017.0	3,269.5	3,566.9
Income tax	(528.0)	(452.6)	(633.6)	(653.9)	(713.4)
Minorities	28.8	(16.6)	(44.2)	(44.2)	(44.2)
Discontinued operations	120.0	(253.9)	(18.6)	0.0	0.0
Reported net profit	1,955.1	1,418.2	2,320.7	2,571.4	2,809.3
Core net profit	1,835.1	1,672.1	2,339.3	2,571.4	2,809.3
<b>BALANCE SHEET (THB m)</b>					
Cash & Short Term Investments	7,621.7	6,322.7	7,200.0	8,250.0	9,650.0
Accounts receivable	3,237.1	3,640.0	3,913.0	4,049.9	4,171.4
Inventory	2,619.4	3,292.7	3,539.6	3,663.5	3,773.4
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	2,704.6	3,480.6	3,617.6	3,637.6	3,382.9
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other assets	2,313.9	2,602.4	2,602.4	2,602.4	2,602.4
<b>Total assets</b>	<b>18,496.6</b>	<b>19,338.4</b>	<b>20,872.6</b>	<b>22,203.5</b>	<b>23,580.2</b>
ST interest bearing debt	448.3	271.1	247.6	213.8	171.7
Accounts payable	3,830.7	3,881.9	4,173.1	4,319.1	4,448.7
LT interest bearing debt	1,026.0	966.3	882.6	762.1	612.0
Other liabilities	741.0	735.0	735.0	735.0	735.0
<b>Total Liabilities</b>	<b>6,045.5</b>	<b>5,854.4</b>	<b>6,038.3</b>	<b>6,030.0</b>	<b>5,967.4</b>
Shareholders Equity	12,286.8	12,792.9	14,099.0	15,394.1	16,789.1
Minority Interest	164.3	691.1	735.3	779.5	823.7
<b>Total shareholder equity</b>	<b>12,451.1</b>	<b>13,484.0</b>	<b>14,834.3</b>	<b>16,173.6</b>	<b>17,612.8</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>18,496.6</b>	<b>19,338.4</b>	<b>20,872.6</b>	<b>22,203.5</b>	<b>23,580.2</b>
<b>CASH FLOW (THB m)</b>					
Pretax profit	2,334.3	2,141.3	3,017.0	3,269.5	3,566.9
Depreciation & amortisation	615.5	669.8	763.1	779.9	754.7
Adj net interest (income)/exp	34.8	38.2	47.4	31.6	26.4
Change in working capital	(141.8)	(1,035.5)	(228.8)	(114.8)	(101.8)
Cash taxes paid	(528.0)	(452.6)	(633.6)	(653.9)	(713.4)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	2,454.7	1,002.2	2,807.6	3,205.0	3,435.8
Capex	(862.5)	(1,736.8)	(900.0)	(800.0)	(500.0)
Free cash flow	1,592.2	(734.5)	1,907.6	2,405.0	2,935.8
Dividends paid	(1,156.5)	(892.8)	(1,014.5)	(1,276.4)	(1,414.3)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	328.7	(236.8)	(107.3)	(154.4)	(192.1)
Other invest/financing cash flow	207.8	565.0	91.5	75.8	70.6
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net cash flow</b>	<b>972.2</b>	<b>(1,299.0)</b>	<b>877.3</b>	<b>1,050.0</b>	<b>1,400.0</b>



FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Key Ratios</b>					
<b>Growth ratios (%)</b>					
Revenue growth	7.8	17.5	9.5	8.0	7.5
EBITDA growth	(6.7)	(4.5)	34.3	6.6	6.5
EBIT growth	(10.3)	(8.0)	40.6	7.7	8.9
Pretax growth	(10.3)	(8.3)	40.9	8.4	9.1
Reported net profit growth	(3.7)	(27.5)	63.6	10.8	9.3
Core net profit growth	(10.0)	(8.9)	39.9	9.9	9.3
<b>Profitability ratios (%)</b>					
EBITDA margin	17.0	13.8	16.9	16.7	16.6
EBIT margin	13.5	10.6	13.6	13.5	13.7
Pretax profit margin	13.3	10.4	13.3	13.4	13.6
Payout ratio	51.9	71.5	55.0	55.0	55.0
<b>DuPont analysis</b>					
Net profit margin (%)	11.1	6.9	10.3	10.5	10.7
Revenue/Assets (x)	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
Assets/Equity (x)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
ROAE (%)	16.5	11.3	17.3	17.4	17.5
ROAA (%)	10.5	8.8	11.6	11.9	12.3
<b>Liquidity &amp; Efficiency</b>					
Cash conversion cycle	32.2	37.8	45.6	44.6	42.8
Days receivable outstanding	63.0	59.9	60.1	58.7	56.4
Days inventory outstanding	72.8	72.7	80.9	78.7	75.5
Days payables outstanding	103.6	94.8	95.4	92.7	89.1
Dividend cover (x)	1.9	1.4	1.8	1.8	1.8
Current ratio (x)	3.0	3.0	3.2	3.4	3.6
<b>Leverage &amp; Expense Analysis</b>					
Asset/Liability (x)	3.1	3.3	3.5	3.7	4.0
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net gearing (%) (excl. perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net interest cover (x)	68.1	57.1	64.7	104.5	136.1
Debt/EBITDA (x)	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
Capex/revenue (%)	4.9	8.4	4.0	3.3	1.9
Net debt/ (net cash)	(6,147.4)	(5,085.2)	(6,069.8)	(7,274.1)	(8,866.2)

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: TOA Paint (Thailand) (TOA TB)



## APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่เกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นั้น นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกระดับ นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้จากเว็บไซต์นี้มาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

### มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

### สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบต่อจำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

### ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงเกี่ยวกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

### สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

## อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด ("MSUK") ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

## DISCLOSURES

### Legal Entities Disclosures

**มาเลเซีย:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities ("PTMSI") (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด ("MIBSI") เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India ("SEBI") (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

### Disclosure of Interest

**มาเลเซีย:** Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 1 มิถุนายน 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**ไทย:** MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้อง หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

**ฮ่องกง:** ณ วันที่ 1 มิถุนายน 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือ ให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

## OTHERS

### Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ที่ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

### คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

## Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

<b>BUY</b>	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>HOLD</b>	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>SELL</b>	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

## Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

**THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023**

▲▲▲▲▲						Score Range	Number of Logo	Description
AAV	BGRIM	EA	INTUCH	MOONG	PTT	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ADVANC	BIZ	EASTW	IP	MSC	PTTEP	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AF	BKI	ECF	IRC	MST	PTTGC	70-79	▲▲▲	Good
AH	BOL	ECL	IRPC	MTC	PYLON	60-69	▲▲	Satisfactory
AIRA	BPP	EE	ITEL	MVP	Q-CON	50-59	▲	Pass
AJ	BRR	EGCO	NVL	NCL	QH	Lower than 50	No logo given	N/A
AKP	BTS	EPG	JTS	NEP	QTC			
AKR	BTW	ETC	JWD	NER	RATCH			
ALLA	BWG	ETE	K	NKI	RBF			
ALT	CENDEL	FN	KBANK	NOBLE	RS	SIS	TFMAMA	TSTH
AMA	CFRESH	FNS	KCE	NSI	S	SITHAI	THANA	TTA
AMARIN	CGH	FPI	KEX	NVD	S&J	SMPC	THANI	TTB
AMATA	CHEWA	FPT	KGI	NYT	SAAM	SNC	THCOM	TTCL
AMATAV	CHO	FSMART	KKP	OISHI	SABINA	SONIC	THG	TTW
ANAN	CIMBT	FVC	KSL	OR	SAMART	SORKON	THIP	TU
AOT	CK	GC	KTB	ORI	SAMTEL	SPALI	THRE	TVDH
AP	CKP	GEL	KTC	OSP	SAT	SPI	THREL	TVI
APURE	CM	GFPT	LALIN	OTO	SC	SPRC	TIPCO	TVO
ARIP	CNT	GGC	LANNA	PAP	SCB	SPVI	TISCO	TWPC
ASP	COLOR	GLAND	LHFG	PCSGH	SCC	SSC	TK	U
ASW	COM7	GLOBAL	LIT	PDG	SCCC	SSSC	TKN	UAC
AUCT	COMAN	GPI	LOXLEY	PDJ	SCG	SST	TKS	UBIS
AWC	COTTO	GPSC	LPN	PG	SCGP	STA	TKT	UPOIC
AYUD	CPALL	GRAMMY	LRH	PHOL	SCM	STEC	TMILL	UV
BAFS	CPF	GULF	LST	PLANB	SCN	STGT	TMT	VCOM
BAM	CPI	GUNKUL	MACO	PLANET	SDC	STI	TNDT	VGI
BANPU	CPN	HANA	MAJOR	PLAT	SEAFCO	SUN	TNITY	VIH
BAY	CRC	HARN	MAKRO	PORT	SEAOL	SUSCO	TOA	WACOAL
BRK	CSS	HENG	MALEE	PPS	SE-ED	SUTHA	TOP	WAVE
BBL	DDD	HMPRO	MBK	PR9	SELIC	SVI	TPBI	WHA
BCP	DELTA	ICC	MC	PREB	SENA	SYMC	TQM	WHAUP
BCPG	DEMCO	ICHI	MCOT	PRG	SENAJ	SYNTEC	TRC	WICE
BDMS	DOHOME	III	METCO	PRM	SGF	TACC	TRUE	WINNER
BEM	DRT	ILINK	MFEC	PSH	SHR	TASCO	TSC	XPG
BEYOND	DTAC	ILM	MINT	PSL	SICT	TCAP	TSR	ZEN
BGC	DUSIT	IND	MONO	PTG	SIRI	TEAMG	TSTE	
▲▲▲▲▲								
2S	BCH	DCC	INGRS	MFC	PL	SAPPE	STC	TPS
7UP	BE8	DHOUSE	INSET	MGT	PLE	SAWAD	STPI	TQR
ABICO	BEC	DITTO	INSURE	MICRO	PM	SCI	SUC	TRITN
ABM	BH	DMT	IRCP	MILL	PMTA	SCAP	SVOA	TRT
ACE	BIG	DOD	IT	MITSIB	PPP	SCP	SVT	TRU
ACG	BJC	DPAINT	ITD	MK	PPPM	SE	SWC	TRV
ADB	BJCHI	DV8	J	MODERN	PRAPAT	SECURE	SYNEX	TSE
ADD	BLA	EASON	JAS	MTI	PRECHA	SFLEX	TAE	TVT
AEONTS	BR	EFORL	JCK	NBC	PRIME	SFP	TAKUNI	TWP
AGE	BRI	ERW	JCKH	NCAP	PRIN	SFT	TCC	UBE
AHC	BROOK	ESSO	JMT	NCH	PRINC	SGP	TCMC	UEC
AIE	BSM	ESTAR	JR	NETBAY	PROEN	SIAM	TFG	UKEM
AIT	BYD	FE	KBS	NEX	PROS	SINGER	TFI	UMI
ALUCON	CBG	FLOYD	KCAR	NINE	PROUD	SKE	TFM	UOBKH
AMANAH	CEN	FORTH	KIAT	NATION	PSG	SKN	TGH	UP
AMR	CHARAN	FSS	KISS	NDR	PSTC	SKR	TIDLOR	UPF
APCO	CHAYO	FTE	KK	NNCL	PT	SKY	TIGER	UTP
APCS	CHG	GBX	KOOL	NOVA	PTC	SLP	TIPH	VIBHA
AQUA	CHOTI	GCAP	KTIS	NPK	QLT	SMART	TITLE	VL
ARIN	CHOW	GENCO	KUMWEL	NRF	RCL	SMD	TM	VPO
ARROW	CI	GJS	KUN	NTV	RICHY	SMIT	TMC	VRANDA
AS	CIG	GTB	KWC	NUSA	RJH	SMT	TMD	WGE
ASAP	CITY	GYT	KWM	NWR	ROJNA	SNNP	TMI	WIJK
ASEFA	CIVIL	HEMP	L&E	OCC	RPC	SNP	TNL	WIN
ASIA	CMC	HPT	LDC	OGC	RT	SO	TNP	WINMED
ASIAN	CPL	HTC	LEO	ONEE	RWI	SPA	TNR	WORK
ASIMAR	CPW	HUMAN	LH	PACO	S11	SPC	TOG	WP
ASK	CRANE	HYDRO	LHK	PATO	SA	SPCG	TPA	XO
ASN	CRD	ICN	M	PB	SABUY	SR	TPAC	YUASA
ATP30	CSC	IFS	MATCH	PICO	SAK	SRICHA	TPCS	ZIGA
B	CSP	IIG	MBAX	PIMO	SALEE	SSF	TIPLI	
BA	CV	IMH	MEGA	PIN	SAMCO	SSP	TPIPP	
BC	CWT	INET	META	PJW	SANKO	STANLY	TPLAS	
▲▲▲▲▲								
A	BSBM	EMC	JMART	MORE	RAM	SVH	TTI	
A5	BTNC	EP	JSP	MPIC	ROCK	PTECH	TYCN	
AI	CAZ	EVER	JUBILE	MUD	RP	TC	UMS	
ALL	CCP	F&D	KASET	NC	RPH	TCCC	UNIQ	
ALPHAX	CGD	FMT	KCM	NEWS	RSP	TCJ	UPA	
AMC	CMAN	GIFT	KWI	NFC	SIMAT	TEAM	UREKA	
APP	CMO	GLOCON	KYE	NSL	SISB	THE	VARO	
AQ	CMR	GLORY	LEE	NV	SK	THMUI	W	
AU	CPANEL	GREEN	LPH	PAF	SOLAR	TKC	WFX	
B52	CPT	GSC	MATI	PEACE	SPACK	TNH	WPH	
BEAUTY	CSR	HL	M-CHAI	PF	SPG	TNPC	YGG	
BGT	CTW	HTECH	MCS	PK	SQ	TOPP		
BLAND	D	IHL	MDX	PPM	STARK	TPCH		
BM	DCON	INOX	MENA	PRAKIT	STECH	TPOLY		
BROCK	EKH	JAK	MJD	PTL	SUPER	TRUBB		

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2565 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

## Anti-Corruption Progress Indicator 2023

### ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC

AH	CI	ECF	ILM	KEX	NRF	SAK	TKN	VARO
ALT	CPR	EKH	INOX	KUMWEL	NUSA	SIS	TMD	VCOM
APCO	CPW	ETC	J	LDC	OR	SSS	TMI	VIBHA
ASW	DDD	EVER	JMART	MEGA	PIMO	STECH	TQM	W
B52	DHOUSE	FLOYD	JMT	NCAP	PLE	SUPER	TRT	WIN
CHG	DOHOME	GLOBAL	JTS	NOVA	RS	SVT	TSI	

### ได้รับการรับรอง CAC

2S	BGC	DIMET	HENG	LHK	PAP	QH	SORKON	TIPCO	UOBKH
7UP	BGRIM	DRT	HMPRO	LPN	PATO	QLT	SPACK	TISCO	UPF
ADVANC	BKI	DUSIT	HTC	LRH	PB	QTC	SPALI	TKS	UV
AF	BLA	EA	ICC	M	PCSGH	RATCH	SPC	TKT	VGI
AI	BPP	EASTW	ICHI	MAJOR	PDG	RML	SPI	TMILL	VIH
AIE	BROOK	EGCO	IFS	MAKRO	PDJ	RWI	SPRC	TMT	WACOAL
AIRA	BRR	EP	III	MALEE	PG	S&J	SRICHA	TNITY	WHA
AJ	BSBM	EPG	ILINK	MATCH	PHOL	SAAM	SSF	TNL	WHAUP
AKP	BTS	ERW	INET	MBAX	PK	SABINA	SSP	TNP	WICE
AMA	BWG	ESTAR	INSURE	MBK	PL	SAPPE	SSSC	TNR	WIJK
AMANAH	CEN	ETE	INTUCH	MC	PLANB	SAT	SST	TOG	XO
AMATA	CENTEL	FE	IRC	MCOT	PLANET	SC	STA	TOP	YUASA
AMATAV	CFRESH	FNS	IRPC	META	PLAT	SCB	STGT	TOPP	ZEN
AP	CGH	FPI	ITEL	MFC	PM	SCC	STOWER	TPA	ZIGA
APCS	CHEWA	FPT	IVL	MFEC	PPP	SCCC	SUSCO	TPCS	
AS	CHOTI	FSMART	JKN	MILL	PPPM	SCG	SVI	TPP	
ASIAN	CHOW	FSS	JR	MINT	PPS	SCGP	SYMC	TRU	
ASK	CIG	FTE	K	MONO	PR9	SCM	SYNTEC	TSC	
ASP	CIMBT	GBX	KASET	MOONG	PREB	SCN	TAE	TSTE	
AWC	CM	GC	KBANK	MSC	PRG	SEAOIL	TAKUNI	TSTH	
AYUD	CMC	GCAP	KBS	MST	PRINC	SE-ED	TASCO	TTA	
B	COM7	GEL	KCAR	MTC	PRM	SELIC	TCAP	TTB	
BAFS	COTTO	GFPT	KCE	MTI	PROS	SENA	TCMC	TTCL	
BAM	CPALL	GGC	KGI	NBC	PSH	SGP	TFG	TU	
BANPU	CPF	GJS	KKP	NEP	PSL	SINGER	TFI	TVDH	
BAY	CPI	GPI	KSL	NINE	PSTC	SIRI	TFMAMA	TVI	
BBL	CPL	GPSC	KTB	NKI	PT	SITHAI	TGH	TVO	
BCH	CPN	GSTEEL	KTC	NOBLE	PTG	SKR	THANI	TWPC	
BCP	CRC	GULF	KWI	NOK	PTT	SMIT	THCOM	U	
BCPG	CSC	GUNKUL	L&E	NWR	PTTEP	SMK	THIP	UBE	
BE8	DCC	HANA	LANNA	OCC	PTTGC	SMPC	THRE	UBIS	
BEC	DELTA	HARN	LH	OGC	PYLON	SNC	THREL	UEC	
BEYOND	DEMCO	HEMP	LHFG	ORI	Q-CON	SNP	TIDLOR	UKEM	

### N/A

3K-BAT	BH	CSP	HPF	M-CHAI	MACO	ONEE	SABUY	STGT	TPRIME
A	BIG	CSR	HTECH	MCS	MAJOR	OR	SAFARI	STHAI	TQM
AAI	BIOTEC	CSS	HUMAN	MDX	MANRIN	OSP	SAK	STI	TR
AAV	BIZ	CTARAF	HYDROGEN	MEGA	MATI	PACE	SAM	STPI	TRC
ACC	BJC	CTW	IFEC	MENA	MAX	PAF	SAMART	SUC	TRITN
ACE	BJCHI	CV	IHL	METCO	M-CHAI	PCC	SAMCO	SUN	TRUBB
ACG	BKD	CWT	III	MGT	MCS	PEACE	SAMTEL	SUPER	TSE
AEONTS	BKKCP	DCON	ILM	MICRO	MDX	PERM	SAUCE	SUPEREIF	TSI
AFC	BLAND	DDD	IMPACT	MIDA	MEGA	PF	SAWAD	SUTHA	TSR
AGE	BLISS	DIF	INETREIT	MITSIB	MENA	PIN	SAWANG	SVOA	TTI
AH	BOFFICE	DMT	INGRS	MJD	METCO	PLE	SCAP	SVT	TTLPF
AHC	BR	DOHOME	INOX	MK	MICRO	PLUS	SCI	SYNEX	TTT
AIMCG	BRI	DREIT	INSET	ML	MIDA	PMTA	SCP	TC	TTW
AIMIRT	BROCK	DTCENT	IT	MODERN	M-II	POLAR	SDC	TCC	TU-PF
AIT	BRGGIF	DTCI	ITC	MORE	MIPF	POLY	SEAFCO	TCCC	TWP
AJA	BTG	EASON	ITD	MPIC	MIT	POMPUI	SFLEX	TCJ	TWZ
AKR	BTNC	EE	J	MUD	MJD	POPF	SFP	TCOAT	TYCN
ALLA	BTSGIF	EGATIF	JAS	MVP	MJLF	PORT	SGC	TEAM	UAC
ALLY	BU	EKH	JASIF	NC	MK	POST	SHANG	TEAMG	UMI
ALT	B-WORK	EMC	JCK	NCAP	ML	PPF	SHR	TEGH	UNIQ
ALUCON	BYD	ERWPF	JCT	NCH	MNIT	PRAKIT	SHREIT	TEKA	UP
AMARIN	CBG	ESSO	JDF	NDR	MNIT2	PRECHA	SIAM	TFIF	UPOIC
AMATAR	CCET	ETC	JMART	NER	MNRF	PRIME	SIRIP	TFM	URBNPF
AMC	CCP	EVER	JMT	NETBAY	MODERN	PRIN	SIS	TGE	UTP
AMR	CGD	F&D	JTS	NEW	MOSHI	PRO	SISB	TGPRO	UVAN
ANAN	CH	FANCY	JWD	NEWS	M-PAT	PROSPECT	SKE	TH	VARO
AOT	CHARAN	FMT	KAMART	NEX	MPIC	PTL	SKN	THAI	VIBHA
APCO	CHAYO	FN	KBSPIF	NFC	M-STOR	QHHR	SKY	THE	VNG
APEX	CHG	FORTH	KC	NPK	NC	QHOP	SLP	THG	VPO
APURE	CI	FTI	KDH	NSL	NCAP	QHPF	SM	THL	VRANDA
AQ	CITY	FTREIT	KEX	KKC	NCH	RAM	SMT	TIF1	W
ASAP	CIVIL	FUTUREPF	KIAT	KPNPF	NER	RBF	SNNP	TIPH	WAVE
ASEFA	CK	GAHREIT	KISS	KTBSTMR	NEW	RCL	SO	TK	WFX
ASIA	CKP	GENCO	KWM	KTIS	NEX	RICHY	SOLAR	TKC	WGE
ASIMAR	CMAN	GIFT	KYE	KWC	NFC	RJH	SPCG	TKN	WHABT
ASW	CMR	GL	LALIN	KYE	NNCL	ROCK	SPG	TLHPF	WHAIR
AURA	CNT	GLAND	LEE	LALIN	NOVA	ROH	SPRIME	TLI	WHART
B52	CPH	GLOBAL	LEO	LEE	NRF	ROJNA	SQ	TMD	WIN
BA	CPL	GLOCON	LIT	LHHOTEL	NSL	RPC	SRIPANWA	TNPC	WORK
BAREIT	CPNCG	GRAMMY	LOXLEY	LHPF	NTV	RPH	SSC	TNPF	WORLD
BBGI	CPNREIT	GRAND	LPH	LHSC	NUSA	RS	SSPF	TOA	WP
BCT	CPT	GREEN	LST	LOXLEY	NV	RSP	SSTRT	TPAC	WPH
BDMS	CPTGF	GROREIT	MACO	LPF	NVD	RT	STANLY	TPBI	XPG
BEAUTY	CPW	GVREIT	MANRIN	LPH	NYT	S	STARK	TPIPL	
BEC	CRANE	GYT	MATI	LST	OHTL	S11	STEC	TPIPP	
BEM	CRC	HFT	MAX	LUXF	OISHI	SA	STECH	TPOLY	

Source : Thai Institute of Directors

**คำชี้แจง** ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 24 ตุลาคม 2565 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC