

TRUE Corp (TRUE TB)

แนวโน้มปี 67E พุ่งตัว หนุนโดย

Synergy

คงคำแนะนำ ชื้อ เนื่องจากคาดว่าผลประกอบการจะดีขึ้น

เรายังคงคำแนะนำ ชื้อ TRUE เนื่องจากคาดว่า 1) ผลประกอบการจะฟื้นตัวในไตรมาส 4/66E และปี 67E และ 2) EV/EBITDA ปี 67E ต่ำที่ 5.9 เท่า (เทียบกับค่าเฉลี่ยของธุรกิจโทรคมนาคมในอาเซียนที่ 6.9 เท่า) ราคาเป้าหมายอิงวิธี DCF ของเรายังคงไม่เปลี่ยนแปลงที่ 7.50 บาท (WACC 5.8%, Terminal Growth 2.0%) ปัจจุบัน เราคาดการณ์ผลขาดทุนสุทธิหลักจะลดลงเหลือ 2.6 พันล้านบาทในปี 67E จาก 7.6 พันล้านบาทในปี 66E โดยได้รับแรงหนุนจากการเติบโตของรายได้ 1% และการประหยัดต้นทุนจากสร้าง synergy ในปี 67E ขณะที่ปัจจัยที่จะหนุนราคาหุ้นคือผลประกอบการรายไตรมาสที่ค่อยๆฟื้นตัว

ปรับลดประมาณการผลขาดทุนปี 66-67E ลง หลังลดประมาณการค่าใช้จ่าย SG&A

เราปรับลดประมาณการผลขาดทุนหลักในปี 66/67E เหลือ 7.6/2.6 พันล้านบาท จาก 8.1/3.1 พันล้านบาทเนื่องจากเราปรับลดประมาณการ SG&A ลง 5%/10% ตามลำดับ โดยประมาณการ SG&A ที่ลดลงเกิดจาก "การปรับปรุงองค์กรให้ทันสมัย" (Organisation Modernisation) ที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว (เช่น การลดค่าใช้จ่ายทั่วไป ค่าเช่าร้านค้า และค่าเช่าสำนักงาน) ทั้งนี้ เราคาดว่าผลขาดทุนสุทธิหลักจะลดลงเหลือ 1.7 พันล้านบาทในไตรมาส 4Q66E จาก 1.9 พันล้านบาทในไตรมาส 3/66 อันเป็นผลจากการเติบโตของรายได้ 0.5% QoQ และอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ลดลงเล็กน้อยเป็น 13.0% ในไตรมาส 4/66E จาก 13.2% ในไตรมาส 3/66

คาดผลขาดทุนสุทธิหลักจะลดลงเหลือ 2.6 พันล้านบาทในปี 67E

ตอนนี้เราคาดการณ์ผลขาดทุนสุทธิหลักจะลดลงเหลือ 2.6 พันล้านบาทในปี 67E จาก 7.6 พันล้านบาทในปี 66E โดยได้รับแรงหนุนจากการเติบโตของรายได้ 1% และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เป็นเงินสดลดลง 2% ในปี 67E ซึ่งเป็นผลจากความต่อเนื่องของการปรับปรุงองค์กรให้ทันสมัยและการเลิกใช้เสาสัญญาณโทรคมนาคม (ประหยัดค่าเช่าเสา) เราคาดว่าจำนวนเสาจะลดลง 3% ในปี 66E และ 13% ในปี 67E

หุ้นราคาถูกกว่าคู่แข่งในธุรกิจโทรคมนาคมในอาเซียน

TRUE ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 67E ที่ 5.9 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ ADVANC ที่ 7.9 เท่า และค่าเฉลี่ยของกลุ่มโทรคมนาคมในอาเซียนที่ 6.9 เท่า เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ถูกเกิดจาก 1) ผลขาดทุนสุทธิรายไตรมาสจำนวนมากในงวด 9M66 และ 2) ข่าวคดีความ 2 คดีในช่วงปลายต.ค. 66 เราเชื่อว่ามีความเสี่ยงต่ำที่จะแพ้คดีเร็วขึ้น เนื่องจากศาลปกครองกลางอาจใช้เวลา 2-3 ปีในการพิจารณาทั้งสองคดี ปัจจัยที่จะหนุนราคาหุ้น ได้แก่ EBITDA และผลขาดทุนรายไตรมาสที่ฟื้นตัวขึ้น

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	224,091	215,070	202,331	203,567	207,015
EBITDA	87,027	81,944	84,679	88,003	92,139
Core net profit	9,609	(117)	(7,559)	(2,597)	1,582
Core EPS (THB)	0.28	(0.00)	(0.22)	(0.08)	0.05
Core EPS growth (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Net DPS (THB)	0.21	0.13	0.00	0.00	0.02
Core P/E (x)	17.2	nm	nm	nm	121.2
P/BV (x)	1.5	1.7	2.0	2.1	2.1
Net dividend yield (%)	4.4	2.6	0.0	0.0	0.4
ROAE (%)	11.4	(5.6)	(6.3)	(2.8)	1.7
ROAA (%)	1.4	(0.0)	(1.0)	(0.3)	0.2
EV/EBITDA (x)	5.7	6.4	6.3	5.9	5.5
Net gearing (%) (incl perps)	200.8	252.9	256.2	271.3	276.3
Consensus net profit	-	-	(6,915)	(3,119)	3,988
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	12.1	16.7	(60.3)

Wasu Mattanapotchanart
wasu.m@maybank.com
(66) 2658 5000 ext 1392

BUY

Share Price	THB 5.55
12m Price Target	THB 7.50 (+35%)
Previous Price Target	THB 7.50

Company Description

TRUE, a merger of TRUEE and DTAC, is the largest telecom operator in Thailand with 51m mobile subscribers and 4m FBB subscribers as of end-2Q23.

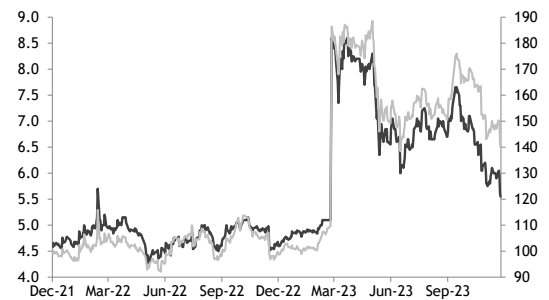
Statistics

52w high/low (THB)	8.60/4.60
3m avg turnover (USDm)	14.2
Free float (%)	73.6
Issued shares (m)	34,552
Market capitalisation	THB191.8B USD5.5B

Major shareholders:

Telenor Asia	19.6%
Citrine Global and Citrine Venture SG	17.1%
Thai NVDR	10.0%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(8)	(19)	20
Relative to index (%)	(8)	(8)	43

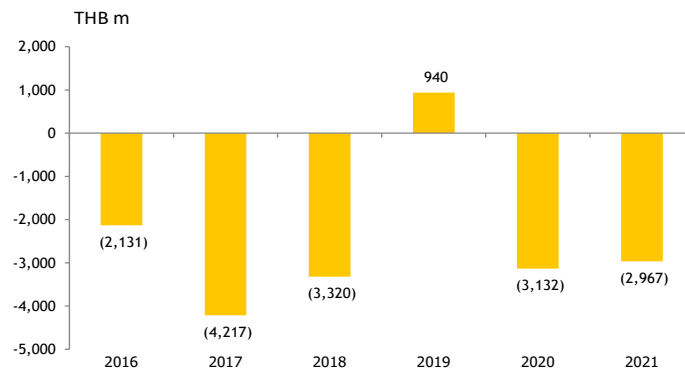
Source: FactSet

ESG@MAYBANK IBG
Tear Sheet Insert

Value Proposition

- TRUE offers an array of telecom services. Its 5G service was launched in Oct 2020 to help lift post-paid ARPU.
- Like other operators, TRUE is trying to move subscribers to smartphones & higher spectrums and offer bundled services.
- No. 1 mobile operator, with 51m mobile subscribers as of end-2Q23.
- TRUE aims to turn profitable in FY25E.

Core net profit/(loss)

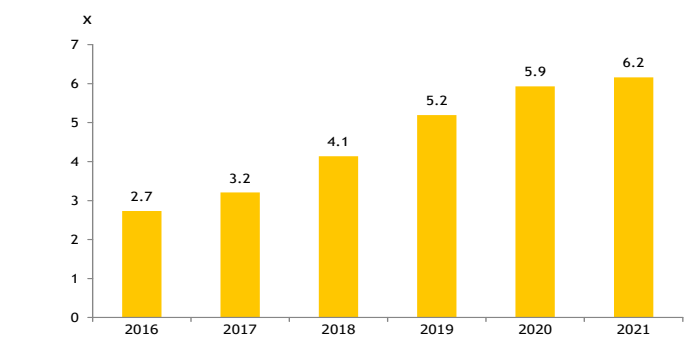


Source: Company

Financial Metrics

- After raising THB65b in 2014, TRUE again raised THB60b in 2015 to lighten its B/S as it assumed obligations of THB110b for 4G licences payable during FY15-2019.
- Overhead costs, content costs and heavy network capex still weigh on profitability and its balance sheet.
- Failure to accumulate cash means elevated debt or risk of cash call. Negative FCF is still an issue for TRUE, although it is an annual objective to turn this to positive.

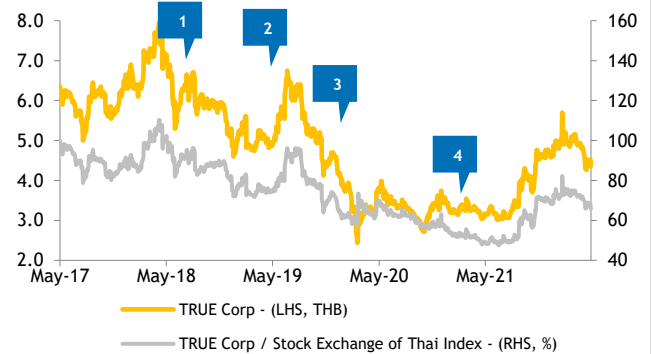
Net-debt-to-EBITDA ratio (pre-TFRS16 accounting)



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



Source: Company, MST

- TRUE's gains in mobile revenue market share began to stall as the company started reducing its handset subsidies.
- 1H19 was a period of easing mobile competition and healthy QoQ mobile revenue growth for the industry.
- Low-end fixed-speed unlimited data plans in the prepaid market started emerging in 3Q-4Q19 causing ARPU and revenue to suffer.
- Covid-19 outbreak and intense competition kept share price low.
- In Nov 2021, TRUE and DTAC officially announced that they were planning to merge.

Swing Factors

Upside

- Easing of mobile competition.

Downside

- Recession.
- Higher-than-expected costs related to post-merger integration.

Risk Rating & Score ¹	26.6 Medium Risk
Score Momentum ²	0.0
Last Updated	15 Aug 2022
Controversy Score ³ (Updated: 18 Jul 2023)	Category 1 - Low

Business Model & Industry Issues

- TRUE's main performance goal is to start generating annual core net profit sustainably, and some of its cost-cutting initiatives are aligned with ESG goals (i.e. reduction in electricity consumption electricity).
- TRUE is internationally recognised as an environmentally friendly company thanks to its inclusion in several indices, including FTSE4Good Index and Emerging Market Index under Dow Jones Sustainability Indices (DJSI).
- In order to control costs, the company is also putting more pressure on employees to raise productivity. Employee satisfaction rating fell from 76% in 2017 to 64% in 2018. The company stopped reporting employee satisfaction rating in 2019.
- TRUE's key strengths lie in solving environmental issues while there could be some risks on the employee and litigation fronts.

Material E issues

- TRUE was a member of sustainability index FTSE4Good Index for five years in a row from 2017 to 2021. It is also the first and only Thai telecom company in the Emerging Market Index of Dow Jones Sustainability Indices.
- TRUE has won Sustainability Investment award from the Stock Exchange of Thailand for four consecutive years from 2018 to 2021.
- TRUE's GHG emission intensity had FY17-20 CAGR of 10%, but the annual emission intensity had remained below its targeted ceiling of 3.5-3.7 tonCO₂e per THB1m of service revenue. Then, the GHG emission intensity dropped from 3.44 tonCO₂e per THB1m of revenue in 2020 to 2.8 tonCO₂e per THB1m of revenue in 2021 thanks to work-from-home policy (lower office leases) and installations of solar panels on more base station sites.

Material S issues

- TRUE has strong network quality with 98% population coverage for its 4G network and average Internet download speed of 15.6mbps (vs ADVANC's 18.1mbps and DTAC's 10.2mbps), according to Opensignal's survey in Nov 2021.
- TRUE's 5G network covered over 85% of Thai population at the end of 2022.
- In 2018, TRUE's employee satisfaction rating fell to 64% from 76% in 2017. The lower score was likely due to the company's recurring net losses, which could have forced the operator to push its employees harder to raise productivity.
- In 2019, TRUE stopped reporting employee engagement and employee satisfaction ratings separately and bundled the two into "overall employee satisfaction and engagement score", which has stayed around 70% over the past four years.

Key G metrics and issues

- The 15-member board of directors in 2021 had only one woman. Of its 19 executive committee members, only two are women.
- TRUE has Employee Joint Investment Programme (EJIP) and phase one was rolled out 1 January 2017-31 December 2020. For executives to be eligible to the programme they must be working with TRUE for no less than three years. Maximum employee contribution is 3-5% on a monthly basis and TRUE will match the amount equivalent to 3-10% of monthly salary depending on the rank. In 2019, 11 executives joined the programme and TRUE made an aggregate contribution of THB13.76m. EJIP phase 2 was launched covering three years 2020-2022. The terms were similar to EJIP Phase 1.
- Pricewaterhouse Coopers ABAS has been the company's auditor for the past five years. In 2021 the audit fee was THB28.33m.
- Like other operators, TRUE has several legal disputes pending from the concessionary era covering 1990-2018. Losing any of the cases could have a negative impact on the enterprise.
- All electronic devices (mobile phones and tablets covering leading & house brands) sold at True Shops are certified for their quality and safety according to standards set by the NBTC.

¹**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. ²**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. ³**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).

Quantitative Parameters (Score: 44)						
	Particulars	Unit	2019	2020	2021	ADVANC TB (2021)
E	Scope 1	m tCO2e	17,199.48	13,768.00	10,566.00	8,931
	Scope 2	m tCO2e	435,418.52	403,740.00	326,623.00	636,390
	Total	m tCO2e	452,618	417,508	337,189	645,321
	Scope 3	m tCO2e	6,213	580	370	NA
	Total	m tCO2e	458,831	418,088	337,559	NA
	Scope 1 & 2 emission intensity	tCO2e/THB m revenue	3.22	3.44	2.80	NA
	Green energy share of usage	%	0.1%	2.0%	2.8%	1.6%
	Power usage effectiveness (PUE) at data centres	%	NA	NA	NA	1.51
	% of waste reused, recycled, or sold	%	25.6%	12.7%	12.8%	80.3%
	Green building certified	m sqft	NA	NA	NA	0.23
S	% of women in workforce	%	53.5%	54.3%	60.4%	60.5%
	% of women in management roles	%	46.5%	46.6%	46.8%	50.1%
	Average training hours per employee	number	20.7	24.7	37.7	32.0
	Number of data breach, leak, theft	number	0	0	0	0.0
G	Top 8 employees' compensation as % of EBIT	%	1.8%	1.5%	1.2%	NA
	Directors' payout as % of EBIT	%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
	Independent directors on board	%	38%	38%	31%	36.4%
	Women directors on board	%	6.3%	6.3%	6.3%	18.2%
	Dividend payment as % of EBIT	%	42.3%	21.9%	18.8%	NA

Qualitative Parameters (Score: 83)	
a) Is there an ESG policy in place and whether there is a standalone ESG committee or is it part of a risk committee?	<i>Yes, TRUE has an ESG framework and Sustainability Goals 2030. The Corporate Governance Committee (board level) has supervised sustainability at TRUE.</i>
b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?	<i>Yes, TRUE has set executives' KPIs and salary that align with the Sustainability Goals 2030.</i>
c) Does the company follow the task force of climate related disclosures (TCFD) framework for ESG reporting?	<i>Yes</i>
e) Has the company been involved in controversies which have impacted their management/stock price performance?	<i>Yes, on 28 Oct 2005, TOT, a state-owned telecom operator, filed an arbitration claim against TRUE, claiming that the latter was in breach of revenue sharing agreement (ADSL). On 4 Sep 2018, TRUE lost the legal case and was ordered to pay THB76.2b (excluding interests); as result, the share price dropped by 10.7% during 5-6 Sep 2018. The company appealed the Arbitration Institute's order at the Central Admin Court and won the case on 29 Dec 2020 (share price rose by 9.4% on 28-29 Dec 2020). Currently, the case is at Supreme Admin Court.</i>
f) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>2030 targets include i) becoming carbon neutral; ii) 20% decrease in water consumption per revenue; and iii) zero e-waste to landfill.</i>
g) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	<i>Yes</i>

Target (Score: 100)		
Particulars	Target	Achieved
Carbon-neutral (zero carbon emission of TRUE's operation scope 1 and 2) by 2030 (unit: m tCO2e)	0	337,189
Reduce Scope 1 and 2 GHG emission by 1% in 2021, compared to 2020 level	1.0%	19.0%
Reduce water consumption per revenue by 2%, compared to 2020 level	2.0%	36%
Zero landfill e-waste in 2021	0.0%	0.0%
Make 10% of the packaging recyclable or biodegradable in 2021	10.0%	90.0%
Achieve an average of 29 hours of training per employee in 2021	29.0	37.7
100% of employees receive sustainability training in 2021	100.0%	100%
Impact		
NA		
Overall Score: 68		
As per our ESG matrix, True Corporation (TRUE TB) has overall score of 68.		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	44	22
Qualitative	25%	83	21
Target	25%	100	25
Total			68

As per our ESG assessment, TRUE has an established framework, internal policies, and tangible medium/long-term targets, but it has some challenges on the litigation side. TRUE's overall ESG score is 68, which makes its ESG rating above average in our view (average ESG rating = 50).

1. EBITDA and earnings improvement in 4Q23E

We forecast core loss to narrow to THB1.7b in 4Q23E from THB1.9b in 3Q23 thanks to 0.5% QoQ revenue growth and a slight decrease in SG&A-to-revenue ratio to 13.0% in 4Q23E from 13.2% in 3Q23. The expected earnings improvement seems quite small because 4Q is a seasonal high for marketing expenses.

We forecast 4Q23 normalised EBITDA of THB21.7b (+23% YoY, +1.1% QoQ), representing a fourth consecutive quarter of QoQ EBITDA growth.

Fig 1: We forecast 4Q23 core loss of THB1.7b (vs THB1.9b loss in 3Q23)

THB m	2Q23	3Q23	4Q23E	YoY	QoQ	2022	2023E	YoY	9M23 as of % of FY23E
Revenue from mobile unit	31,113	31,540	31,797	0.3%	0.8%	123,334	125,469	1.7%	74.7%
Revenue from broadband Internet	5,935	5,910	5,891	3.8%	-0.3%	22,248	23,488	5.6%	74.9%
Revenue from pay-TV unit	1,569	1,660	1,652	-2.8%	-0.5%	6,680	6,546	-2.0%	74.8%
Other revenue	657	730	714	16.7%	-2.2%	7,566	2,650	-65.0%	73.1%
Service revenue ex. IC	39,274	39,840	40,054	0.9%	0.5%	159,828	158,153	-1.0%	74.7%
IC revenue	382	342	399	-3.6%	16.7%	1,841	2,672	45.1%	85.1%
Service revenue	39,656	40,182	40,453	0.9%	0.7%	161,669	160,825	-0.5%	74.8%
Product sale	4,107	4,876	6,277	-22.2%	28.7%	30,080	21,000	-30.2%	70.1%
Network rental income	5,193	5,079	5,046	-6.5%	-0.6%	23,321	20,506	-12.1%	75.4%
Total revenue	48,956	50,137	51,776	-3.3%	3.3%	215,070	202,331	-5.9%	74.4%
Regulatory cost	(1,059)	(1,147)	(1,121)	-8.7%	-2.3%	(4,016)	(4,397)	9.5%	74.5%
Network opex and other costs of services	(15,493)	(15,317)	(15,210)	-11.6%	-0.7%	(49,098)	(45,660)	-7.0%	104.3%
IC cost	1,057	(380)	(403)	-16.9%	6.0%	(1,985)	(118)	-94.1%	-241.7%
Cost of sales	(4,537)	(5,224)	(6,667)	-20.2%	27.6%	(31,742)	(22,428)	-29.3%	70.3%
SG&A exp	(6,623)	(6,627)	(6,729)	-21.6%	1.5%	(32,044)	(27,896)	-12.9%	75.9%
EBITDA	22,301	21,443	21,684	22.8%	1.1%	96,185	84,679	-12.0%	74.6%
Normalised EBITDA	21,041	21,493	21,684	22.8%	0.9%	96,185	83,676	-13.0%	74.1%
D&A exp	(17,837)	(17,859)	(17,974)	11.1%	0.6%	(63,540)	(69,839)	9.9%	74.3%
Operating profit	4,464	3,583	3,673	141.0%	2.5%	32,645	14,840	-54.5%	75.2%
Interest exp	(5,857)	(5,940)	(6,032)	5.6%	1.5%	(23,003)	(23,256)	1.1%	74.1%
Tax charge	(1,986)	202	-	-100.0%	-100.0%	(1,399)	(2,048)	46.4%	100.0%
Share of profit from associates	687	696	707	-358.0%	1.6%	2,426	2,806	15.7%	74.8%
Other income (exp)	(232)	(469)	-	-100.0%	-100.0%	(1,263)	200	-115.8%	100.0%
MI	(40)	(16)	-	NA	NA	(109)	(53)	-51.4%	100.0%
FX gain loss	545	314	0	NA	NA	(1,188)	1,324	-211.4%	100.0%
Core net profit / (loss)	(2,394)	(1,862)	(1,651)	55.2%	-11.3%	(117)	(7,559)	6359.3%	78.2%
Non-recurring item	55	264	-	-100.0%	-100.0%	(5,797)	1,479	-125.5%	100.0%
Net profit / (loss) to shareholders of the company	(2,339)	(1,598)	(1,651)	-83.4%	3.3%	(5,914)	(6,080)	2.8%	72.8%
Profitability ratios									
Gross margin - service revenue ex. IC	57.9%	58.7%	59.2%			66.8%	68.3%		
Gross margin - product sale	-10.5%	-7.1%	-6.2%			-5.5%	-6.8%		
Normalised EBITDA margin, based on total revenue	43.0%	42.9%	41.9%			44.7%	41.4%		
SG&A to revenue	-13.5%	-13.2%	-13.0%			-14.9%	-13.8%		
Core net margin	-4.9%	-3.7%	-3.2%			-0.1%	-3.7%		
Net margin	-5.9%	-4.0%	-4.1%			-3.7%	-3.8%		

Source: Company, MST

Fig 2: Changes in earnings forecasts

Unit: THB m	New TRUE										
	Pro-forma (TRUE + DTAC)		Current			Previous			Changes		
	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
Service revenue	159,828	158,153	159,957	163,071	161,050	164,782	168,932	-1.8%	-2.9%	-3.5%	
Mobile	123,334	125,469	127,088	130,133	127,228	130,812	134,481	-1.4%	-2.8%	-3.2%	
Fixed broadband	22,248	23,488	23,647	23,989	24,030	24,759	25,567	-2.3%	-4.5%	-6.2%	
Pay TV and entertainment	6,680	6,546	6,493	6,138	6,290	5,604	5,168	4.1%	15.9%	18.8%	
Digital services and others	7,566	2,650	2,730	2,811	3,502	3,607	3,715	-24.3%	-24.3%	-24.3%	
Total revenue	215,070	202,331	203,567	207,015	215,485	218,629	223,395	-6.1%	-6.9%	-7.3%	
SG&A, excluding D&A	32,044	27,896	26,606	25,809	29,459	29,524	28,078	-5.3%	-9.9%	-8.1%	
Operating EBITDA	81,944	84,679	88,003	92,139	84,864	88,469	93,702	-0.2%	-0.5%	-1.7%	
EBITDA margin (%)	38.1%	41.9%	43.2%	44.5%	39.4%	40.5%	41.9%	6.3%	6.8%	6.1%	
D&A expenses	63,540	69,839	69,857	70,202	70,280	71,865	73,727	-0.6%	-2.8%	-4.8%	
Interest expenses on ITB debt	14,057	14,639	15,528	15,592	15,051	15,528	15,280	-2.7%	0.0%	2.0%	
Core net profit/(loss)	-117	-7,559	-2,597	1,582	-8,123	-3,119	336	-6.9%	-16.7%	370.8%	
Net profit/(loss)	-5,914	-6,080	-2,597	1,582	-6,908	-3,119	336	-12.0%	-16.7%	370.8%	

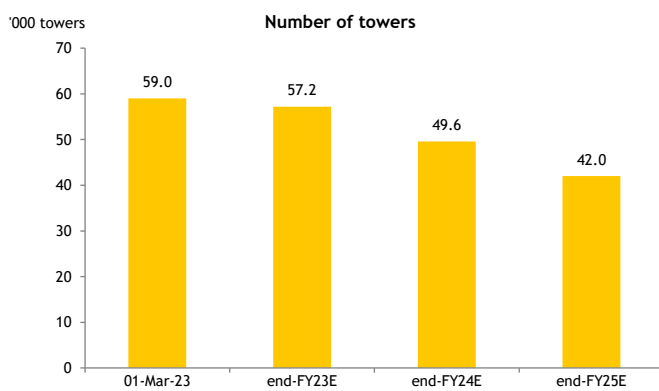
Source: Company, MST

2. FY24E core loss to narrow to THB2.6b

We now forecast core net loss to narrow to THB2.6b in FY24E from THB7.6b in FY23E on the back of 1% revenue growth and 2% drop in cash-based opex in FY24E. The opex decrease should be supported by the continuation of organisation modernisation and tower dismantling (rental savings). TRUE commenced network consolidation in Sep 2023, and we expect the number of towers to drop by 3% in FY23E (dismantling 1,800 towers) and 13% in FY24E (dismantling 7,600 towers).

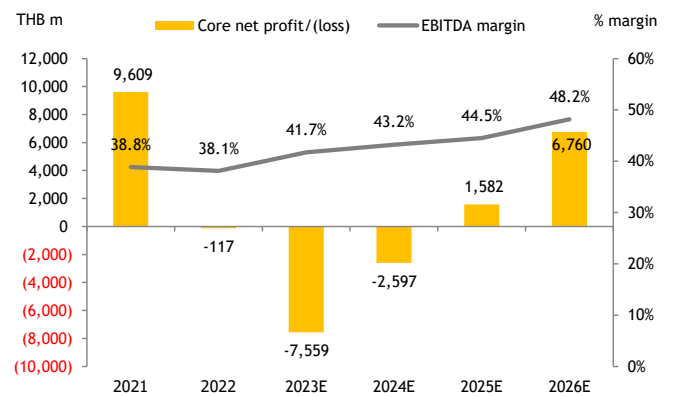
Upon the merger completion on 1 Mar 2023, TRUE had around 59,000 towers. The single-grid network allows the company to discard towers with overlapping coverage, and management aims for 30% tower reduction by the end of 2025.

Fig 3: Tower reduction to lead to cost savings



Source: Company, MST

Fig 4: TRUE's core net profit/(loss) and EBITDA margin



Source: Company, MST

Catching up with ADVANC's EBITDA margin

We forecast TRUE to end FY23E with core service revenue of THB158b, higher than ADVANC's THB138b revenue. However, TRUE's FY23E EBITDA of 43.2% is still far behind ADVANC's 49.3%. TRUE's cost savings from synergy programme (decreases in towers, admin, office rent, and shop rent) should boost TRUE's EBITDA margin to ADVANC's level in the long run (Figure 4).

3. Two litigations in late Oct'23

3.1 Central Admin Court accepts a lawsuit about TRUE-DTAC amalgamation

What happened

On 30 Oct, the Central Admin Court accepted a lawsuit filed by Foundation for Consumers (FCC). The FCC filed a lawsuit against the NBTC for giving the greenlight to the TRUE-DTAC merger, claiming NBTC's decision was unlawful.

Our comment

Historical data in the telecom industry showed that the Central Admin Court took 5 years on average to consider a lawsuit. The range of legal proceedings is 2 - 8 years. Once the verdict is out, the losing party can appeal the case at the Supreme Admin Court, which could take another 2-3 years, in our view.

If the court deems the NBTC's decision unlawful, and the NBTC does not appeal at the Supreme Admin Court, the TRUE-DTAC merger will have to be reversed, resulting in two separate companies.

Lessons from a precedent case: CP-Tesco merger

A precedent case was FCC's lawsuit against the Trade Competition Commission (TCC) for giving the approval to the CP-Tesco merger. The FCC filed the lawsuit on 15 Mar 2021, and the TCC won the lawsuit on 8 Sep 2023. The Central Admin Court deemed the TCC's approval as lawful because: i) there is a set of laws behind the TCC's decision; and ii) the approval was done by qualified individuals after thorough studies.

The court's decision allowed the CP-Tesco merger to remain despite the merger's market share of 83% in the small-retail-space market (calculated from 7-11 and Lotus Express outlets).

We believe the odds are more even favourable for TRUE, which has a post-merger mobile revenue market share of 52%.

TRUE's comment

The company is not concerned about the lawsuit as it has been very transparent during the amalgamation process, and it has done everything according to the law.

It maintains its focus on synergy delivery. The lawsuit is against the NBTC and the NBTC board, so TRUE does not need to take any action at the moment.

3.2 Arbitral Tribunal ordered TRUE to pay additional revenue sharing to NT

What happened

NT demanded TRUE to pay additional revenue share from interconnection charge for 21st - 27th concession years. The Arbitral Tribunal ordered TRUE to pay THB7.1b revenue share and THB4.1b penalty.

Our comment

The case is far from the final resolution as TRUE will now bring the lawsuit to the Central Admin Court, which could take at least two years before giving the verdict. Once the verdict is out, the losing party can appeal the case at the Supreme Admin Court, which could take another 2-3 years, in our view.

4. Valuation and recommendation

Attractive valuation, re-rating catalyst

TRUE is trading at 5.9x FY24E EV/EBITDA, lower than ADVANC's 7.9x and ASEAN telcos' average of 6.9x. We believe the cheap valuation is due to: i) sizable quarterly core losses in 9M23; and ii) two litigation news in late-Oct 2023. We believe the risk of large lawsuit penalties remains low mainly because the Central Admin Court would likely take 2-3 years to consider the two cases. Potential re-rating catalyst is quarterly improvement in EBITDA and earnings.

Fig 5: Peer comparison

Ticker	Rating	Price (LC)	Target price (LC)	Market Cap (USDm)	P/E (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (x)		Yield(%)		2-year CAGR (FY23-25E)	
					FY 23E	FY 24E	FY 23E	FY 24E	FY 23E	FY 24E	FY 23E	FY 24E	Core EPS CAGR (%)	BITDA CAGR (%)
ADVANC TB	Buy	219.0	251.0	18,587	22.4	21.4	8.4	7.9	32.8	32.0	3.8	3.9	4.0	3.7
TRUE TB	Buy	5.55	7.50	5,472	nm	nm	6.3	5.9	(9.1)	(3.7)	0.0	0.0	n.m.	5.1
THAILAND'S AVERAGE					22.4	21.4	7.3	6.9	11.9	14.2	1.9	2.0	4.0	4.4
GLO PM	Buy	1,719.0	2,470.0	4,478	13.0	12.3	7.0	6.7	13.7	11.7	5.8	5.7	2.9	4.0
TEL PM	Buy	1,259.0	1,978.0	4,913	8.2	7.8	4.8	4.7	26.1	25.1	8.3	7.5	1.6	5.3
PHILIPPINES' AVERAGE					10.6	10.1	5.9	5.7	19.9	18.4	7.0	6.6	2.3	4.7
ST SP	Buy	2.3	3.1	28,428	18.3	15.6	13.4	11.7	8.6	8.5	4.9	5.6	14.7	5.3
STH SP	Hold	1.1	1.1	1,388	13.4	12.1	5.9	5.3	9.1	8.0	4.6	5.6	13.7	7.4
SINGAPORE'S AVERAGE					15.8	13.9	9.6	8.5	8.8	8.2	4.8	5.6	14.2	6.4
ISAT IJ	NR	9,575.0	11,133.4	4,989	21.7	15.0	5.4	4.9	11.5	14.2	1.8	2.6	(14.4)	1,132.9
TLKM IJ	NR	3,830.0	4,663.0	24,517	14.6	13.5	5.5	5.2	18.8	19.2	4.9	5.5	6.7	941.6
TBIG IJ	NR	2,070.0	2,402.3	3,031	31.1	29.1	13.2	12.7	13.8	13.7	2.1	2.1	3.3	952.7
017670 KS	NR	50,600.0	66,094.7	8,505	10.2	9.7	3.8	3.8	9.3	9.4	6.6	6.8	(60.5)	331.4
INDONESIA'S AVERAGE					19.4	16.8	7.0	6.6	13.4	14.1	3.8	4.3	(16.2)	839.7
MAXIS MK	Hold	4.0	4.0	6,636	24.1	21.6	10.3	9.9	20.4	22.3	4.3	4.3	9.4	2.6
T MK	Buy	5.3	6.5	4,351	11.3	11.1	4.8	4.6	19.9	18.1	3.5	2.9	(3.3)	2.4
MALAYSIA'S AVERAGE					17.7	16.3	7.6	7.3	20.1	20.2	3.9	3.6	3.0	2.5
ASEAN telcos' average					17.1	15.4	7.4	6.9	14.6	14.9	4.2	4.4	(2.0)	282.9

Source: Bloomberg, Company, MST

Fig 6: DCF-based target price of THB7.5 (5.8% WACC, 2.0 terminal growth) for TRUE

Unit: THB m	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
Cashflow from operating activities	63,315	68,021	78,508	79,241	81,783	84,141	86,400	
Principal repayment for lease liabilities	- 20,629	- 19,251	- 18,677	- 18,677	- 18,677	- 18,677	- 18,677	
Net cashflow from operating activities	42,686	48,770	59,830	60,564	63,106	65,464	67,723	
CAPEX								
PPE	- 38,959	- 36,784	- 26,293	- 26,707	- 27,115	- 27,973	- 28,390	
Spectrum instalment	- 9,994	- 9,994	- 11,781	- 9,994	- 6,198	- 6,198	- 8,798	
Other intangible assets (i.e. digital platforms)	- 3,000	- 3,000	- 3,000	- 3,000	- 3,000	- 3,000	- 3,000	
Total capex	- 51,952	- 49,778	- 41,074	- 39,700	- 36,312	- 37,171	- 40,188	
FCFF	- 9,267	1,008	18,757	20,864	26,794	28,293	27,535	Terminal value
		1	2	3	4	5	6	7
Present value of FCFF	-	953	16,768	17,634	21,412	21,378	19,671	493,913
Sum of PV of FCFF	589,823							
Net debt at end-FY24E	349,991							
Equity value	239,831							
20.56% stake in DIF (after 10% discount)	19,673							
Equity value of New Co pluses 20.56% stake in DIF	259,504							
# of shares	34,552							
New Co's fair value (THB per New Co share)	7.50							
TRUE's market price (THB/sh)	5.55							
Upside/(downside) to TP	35.1%							
				WACC	5.8%			
				Terminal growth	2.0%			

Source: Company, MST

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	10.9	nm	nm	nm	121.2
Core P/E (x)	17.2	nm	nm	nm	121.2
P/BV (x)	1.5	1.7	2.0	2.1	2.1
P/NTA (x)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Net dividend yield (%)	4.4	2.6	0.0	0.0	0.4
FCF yield (%)	14.8	18.1	15.9	23.4	26.8
EV/EBITDA (x)	5.7	6.4	6.3	5.9	5.5
EV/EBIT (x)	17.4	28.5	35.8	28.5	23.1

INCOME STATEMENT (THB m)

Revenue	224,091.0	215,070.0	202,331.4	203,566.9	207,014.5
EBITDA	87,027.0	81,944.0	84,679.1	88,003.1	92,139.5
Depreciation	(58,344.0)	(63,540.0)	(69,838.9)	(69,857.2)	(70,201.8)
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	28,683.0	18,404.0	14,840.1	18,145.9	21,937.6
Net interest income / (exp)	(22,173.0)	(23,003.0)	(23,255.5)	(23,650.9)	(23,273.3)
Associates & JV	3,672.0	2,426.0	2,806.0	2,707.5	2,717.9
Exceptionals	0.0	0.0	1,430.0	0.0	0.0
Other pretax income	2,067.0	(2,233.0)	200.0	200.0	200.0
Pretax profit	12,249.0	(4,406.0)	(3,979.4)	(2,597.4)	1,582.2
Income tax	(976.0)	(1,399.0)	(2,048.0)	0.0	0.0
Minorities	(93.0)	(109.0)	(53.0)	0.0	0.0
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	11,180.0	(5,914.0)	(6,080.4)	(2,597.4)	1,582.2
Core net profit	9,608.6	(117.0)	(7,559.4)	(2,597.4)	1,582.2

BALANCE SHEET (THB m)

Cash & Short Term Investments	25,539.0	32,662.4	19,772.1	21,748.5	16,485.0
Accounts receivable	63,206.4	59,422.1	55,902.6	56,243.9	57,196.5
Inventory	2,680.5	2,323.5	1,641.8	1,630.8	1,679.8
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	209,825.1	223,956.3	232,339.1	244,737.8	255,132.4
Intangible assets	170,425.5	158,518.9	145,534.4	132,545.6	136,879.4
Investment in Associates & JVs	24,721.9	21,929.2	23,156.3	23,866.7	24,594.4
Other assets	305,747.9	294,879.7	282,970.4	262,806.4	242,563.9
Total assets	802,146.3	793,692.3	761,316.5	743,579.7	734,531.3
ST interest bearing debt	5,999.5	20,954.1	27,000.0	27,000.0	16,000.0
Accounts payable	125,640.8	116,581.8	105,466.7	104,375.1	106,163.0
LT interest bearing debt	243,274.5	261,913.4	236,000.0	245,246.0	260,000.0
Other liabilities	315,787.0	295,301.0	297,921.0	274,630.0	258,457.0
Total Liabilities	690,701.8	694,750.3	666,387.8	651,251.4	640,620.3
Shareholders Equity	110,988.3	98,517.4	94,504.2	91,903.8	93,486.4
Minority Interest	456.1	424.6	424.6	424.6	424.6
Total shareholder equity	111,444.4	98,942.0	94,928.8	92,328.4	93,910.9
Total liabilities and equity	802,146.3	793,692.3	761,316.5	743,579.7	734,531.3

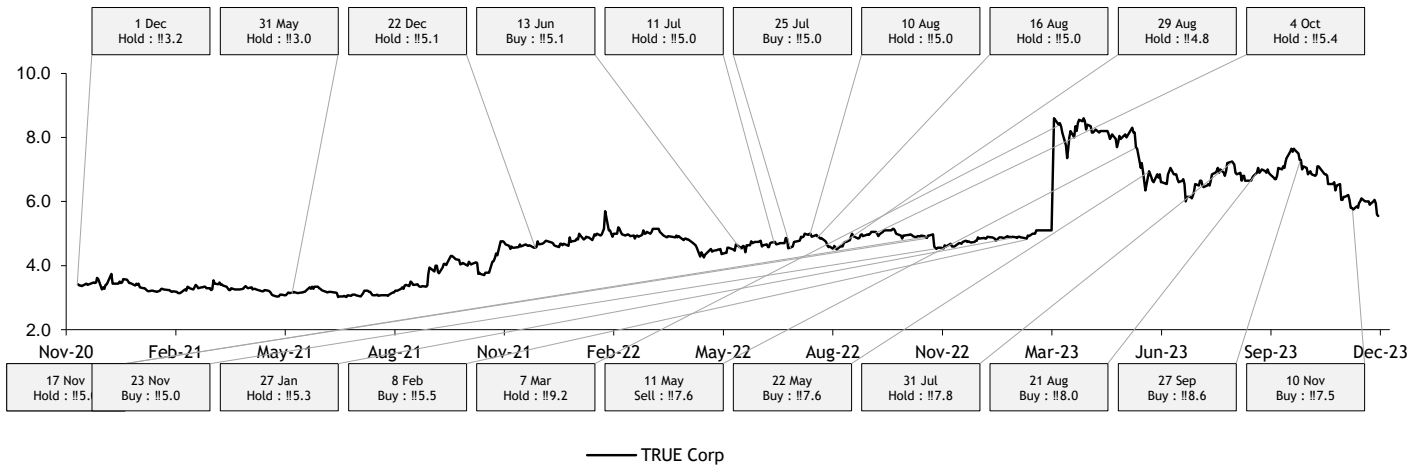
CASH FLOW (THB m)

Pretax profit	12,249.0	(4,406.0)	(3,979.4)	(2,597.4)	1,582.2
Depreciation & amortisation	58,344.0	63,540.0	69,838.9	69,857.2	70,201.8
Adj net interest (income)/exp	21,322.7	21,609.0	22,305.5	22,700.9	22,323.3
Change in working capital	(11,270.3)	(5,100.4)	(10,448.8)	(3,511.3)	(3,205.3)
Cash taxes paid	(3,182.5)	(3,911.5)	(2,048.0)	0.0	0.0
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	79,963.2	81,655.4	72,756.3	83,741.8	88,184.2
Capex	(55,593.4)	(51,372.6)	(42,234.3)	(38,959.0)	(36,784.2)
Free cash flow	24,369.8	30,282.8	30,522.0	44,782.8	51,400.0
Dividends paid	(9,839.4)	(6,832.7)	(2,336.0)	0.0	0.0
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	39,550.7	37,858.4	9,301.8	9,246.0	(6,246.0)
Other invest/financing cash flow	(60,940.4)	(54,432.2)	(50,378.2)	(52,052.3)	(50,417.5)
Effect of exch rate changes	14.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	(6,845.4)	6,876.2	(12,890.4)	1,976.4	(5,263.5)

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	62.1	(4.0)	(5.9)	0.6	1.7
EBITDA growth	65.3	(5.8)	3.3	3.9	4.7
EBIT growth	169.4	(35.8)	(19.4)	22.3	20.9
Pretax growth	1,197.6	nm	nm	nm	nm
Reported net profit growth	966.8	nm	nm	nm	nm
Core net profit growth	nm	nm	nm	nm	nm
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	38.8	38.1	41.9	43.2	44.5
EBIT margin	12.8	8.6	7.3	8.9	10.6
Pretax profit margin	5.5	nm	nm	nm	0.8
Payout ratio	65.4	nm	0.0	0.0	50.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	5.0	nm	nm	nm	0.8
Revenue/Assets (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Assets/Equity (x)	7.2	8.1	8.1	8.1	7.9
ROAE (%)	11.4	(5.6)	(6.3)	(2.8)	1.7
ROAA (%)	1.4	(0.0)	(1.0)	(0.3)	0.2
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	(154.2)	(174.5)	(161.0)	(152.0)	(152.7)
Days receivable outstanding	86.9	102.6	102.6	99.2	98.6
Days inventory outstanding	8.3	5.8	4.8	4.0	4.0
Days payables outstanding	249.3	283.0	268.3	255.1	255.4
Dividend cover (x)	1.5	(1.4)	nm	nm	2.0
Current ratio (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
Net gearing (%) (incl perps)	200.8	252.9	256.2	271.3	276.3
Net gearing (%) (excl. perps)	200.8	252.9	256.2	271.3	276.3
Net interest cover (x)	1.3	0.8	0.6	0.8	0.9
Debt/EBITDA (x)	2.9	3.5	3.1	3.1	3.0
Capex/revenue (%)	24.8	23.9	20.9	19.1	17.8
Net debt/ (net cash)	223,735.0	250,205.1	243,227.9	250,497.5	259,515.0

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: TRUE Corp (TRUE 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" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของคุณภาพเนื้อหา 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 เหตุการณ์ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์ "เป็นไปได้" ที่เกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ 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 บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่ต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ 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) ในเรื่องกำกับกับดูแลกิจการ (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

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

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 หรือภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ 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 เพื่อเป็นความสะดอกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น 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 และเป็นผู้ออกใบอนุญาต 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 4 ธันวาคม 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 4 ธันวาคม 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

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	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
7UP	BBL	CPW	HTC	MFC	PRINC	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
AAI	BC	CRC	ICC	MFEC	PRM	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AAV	BCH	CRD	ICHI	MILL	PRTR	70-79	▲▲▲	Good
ABM	BCP	CSC	ICN	MINT	PSH	60-69	▲▲	Satisfactory
ACE	BCPG	CSS	III	MONO	PSL	50-59	▲	Pass
ACG	BDM5	CV	ILINK	MOONG	PT	Lower than 50	No logo given	N/A
ADB	BEC	DCC	ILM	MSC	PTC			
ADD	BEM	DDD	IMH	MST	PTT			
ADVANC	BEYOND	DELTA	IND	MTC	PTTEP			
AEONTS	BGC	DEMCO	INET	MTI	PTTGC			
AF	BGRIM	DMT	INTUCH	NC	Q-CON			
AGE	BH	DOHOME	IP	NCH	QH			
AH	BIZ	DRT	IRC	NCL	QTC			
AHC	BJC	DUSIT	IRPC	NDR	RATCH			
AIRA	BJCHI	EA	ITC	NER	RBF			
AIT	BKI	EASTW	ITEL	NKI	RPH			
AJ	BLA	ECL	IVL	NOBLE	RS			
AKP	BOL	ECL	JAS	NRF	RT			
AKR	BPP	EE	JTS	NTV	S			
ALLA	BRI	EGCO	KBANK	NVD	S&J			
ALT	BROOK	EPG	KCC	NWR	SA			
AMA	BRR	ERW	KCE	NYT	SABINA			
AMARIN	BTS	ETC	KEX	OCC	SAK			
AMATA	BTW	ETE	KKP	ONEE	SAMART			
AMATAV	BWG	FE	KSL	OR	SAMTEL			
ANAN	BYD	FLOYD	KTB	ORI	SAPPE			
AOT	CBG	FN	KTC	OSP	SAT			
AP	CENDEL	FPI	KTMS	OTO	SBNEXT			
APCO	CFRESH	FPT	KUMWEL	PAP	SC			
APCS	CHASE	FSX	KUN	PATO	SCB			
ARIP	CHEWA	FVC	LALIN	PB	SCC			
ARROW	CHG	GBX	LANNA	PCSGH	SCCC			
ASEFA	CHOW	GC	LH	PDG	SCG			
ASK	CIMBT	GCAP	LHFG	PDJ	SCGP			
ASP	CIVIL	GENCO	LIT	PG	SCM			
ASW	CK	GFPT	LOXLEY	PHOL	SDC			
ATP30	CKP	GGC	LPN	PIMO	SEAFCO			
AUCT	CM	GLAND	LRH	PJW	SEAOL			
AWC	CNT	GLOBAL	LST	PLANB	SECURE			
AYUD	COLOR	GPSC	M	PLAT	SELIC			
B	COM7	GRAMMY	MAJOR	PLUS	SENA			
BA	COTTO	GULF	MALEE	PM	SENX			
BAFS	CPALL	GUNKUL	MATCH	POLY	SFT			
BAM	CPAXT	HANA	MBK	PORT	SGC			
BANPU	CPF	HARN	MC	PPP	SGF			
BAY	CPI	HENG	M-CHAI	PPS	SGP			
BBGI	CPL	HMPRO	MCOT	PR9	SHR			
BBIK	CPN	HPT	MEGA	PRG	SICT			



2S	BSBM	EFORL	IT	KWC	PIN	SCI	SUPER	VRANDA
A5	BTG	EKH	J	KWM	PQS	SCN	SVOA	WAVE
AIE	CEN	ESSO	JCKH	LDC	PREB	SE	SWC	WFX
ALUCON	CGH	ESTAR	JDF	LEO	PRI	SE-ED	TCC	WIK
AMR	CH	EVER	JKN	LHK	PRIME	SFLEX	TEKA	WIN
APURE	CHIC	FORTH	JMART	MACO	PROEN	SINGER	TFM	WP
ARIN	CI	FSMART	JUBILE	METCO	PROS	SKN	TMILL	XO
AS	CIG	FTI	K	MICRO	PROUD	SONIC	TNP	
ASIA	CMC	GEL	KCAR	MK	PSTC	SORKON	TPLAS	
ASIAN	COMAN	GPI	KGI	MVP	PTECH	SPVI	TPOLY	
ASIMAR	CSP	HEALTH	KIAT	NCAP	PYLON	SSP	TRC	
ASN	DOD	HUMAN	KISS	NOVA	RCL	SST	TRU	
AURA	DPAINT	IFS	KK	NTSC	SALEE	STANLY	TRUBB	
BR	DV8	INSET	KTIS	PACO	SANKO	STP	TSE	



24CS	CHARAN	GTB	JSP	MUD	PMTA	SAMCO	TC	UTP
AMANAH	CHAYO	GTV	KBS	NATION	PPM	SAWAD	TEAM	VARO
AMARC	CHOTI	GYT	KGEN	NNCL	PRAKIT	SCAP	TFI	VPO
AMC	CITY	HL	KJL	NPK	PRAPAT	SCP	TIGER	W
APP	CMAN	HTECH	L&E	NSL	PRECHA	SIAM	TITLE	WARRIX
ASAP	CMR	HYDRO	LEE	NV	PRIN	SKE	TKC	WORK
BCT	CRANE	IIG	MASTER	OGC	PSG	SKY	TMI	WPH
BE8	CWT	INGRS	MBAX	PAF	RABBIT	SMART	TNH	YONG
BIG	DHOUSE	INSURE	MEB	PCC	READY	SMD	TPA	ZIGA
BIOTEC	DTCENT	IRCP	MENA	PEACE	RJH	SMIT	TPAC	
BLESS	EASON	ITD	META	PICO	RSP	SOLAR	TRITN	
BSM	FNS	ITNS	MGT	PK	RWI	SPA	UBA	
BVG	FTE	JCK	MITSIB	PL	S11	STECH	UMI	
CAZ	GIFT	JMT	MJD	PLANET	SAAM	STPI	UMS	
CCET	GJS	JR	MOSHI	PLE	SAF	SVR	UOBKH	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2566 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Anti-Corruption Progress Indicator 2023

Companies that have declared their intention to join CAC

ACE	BTG	DMT	ICN	LH	NER	PRI	SCB	SVT	TQM
ADB	BYD	EKH	IHL	MEGA	NEX	PROEN	SENX	TBN	TRUE
ALT	CAZ	FC	ITC	MENA	OSP	PRTR	SFLEX	TEGH	VIBHA
AMC	CBG	FSX	J	MITSIB	OTO	RBF	SIS	TIPH	W
ASW	CI	GLOBAL	JMART	MME	PLUS	RT	SKE	TKN	WPH
BLAND	CV	GREEN	JMT	MODERN	POLY	SA	SMM	TPAC	XPG
BRI	DEXON	HL	LEO	MOVE	PQS	SANKO	SVOA	TPLAS	

Companies certified by CAC

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

N/A

3K-BAT	BDMS	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT
A	BEAUTY	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
AAV	BEM	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
ACC	BH	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACG	BIG	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
AEONTS	BIOTEC	CSP	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AFC	BIZ	CSR	GVREIT	LHPF	NNLV	QHPF	SKY	TFIF	UAC
AGE	BJC	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AHC	BJCHI	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQ
AIMCG	BKD	CTW	HPF	LPF	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMIRT	BKKCP	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AIT	BLISS	DCON	HUMAN	LST	NV	ROCK	SO	THE	URBNPF
AJA	BOFFICE	DDD	HYDROGEN	LUXF	NVD	ROH	SOLAR	THG	UTP
AKR	BR	DIF	IFEC	MACO	NYT	ROJNA	SPCG	THL	UVAN
ALLA	BROCK	DREIT	IMPACT	MANRIN	OHTL	RPC	SPG	TF1	VARO
ALLY	BRRGIF	DTCENT	INREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VNG
ALUCON	BTNC	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VPO
AMARIN	BTSGIF	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	VRANDA
AMATAR	BUI	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WAVE
AMR	B-WORK	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WFX
ANAN	CCET	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WGE
AOT	CCP	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHABT
APCO	CGD	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STEC	TPBI	WHAIR
APEX	CH	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TPIPL	WHART
APURE	CHARAN	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	WIN
AQ	CHAYO	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	WORK
ASAP	CHG	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	WORLD
ASEFA	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	WP
ASIA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIMAR	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
AURA	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
B52	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
BA	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFKO	SYNEX	TSR	
BAREIT	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BCT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2566 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC