

# Humanica PCL (HUMAN TB)

## กำไรหลักต่อหุ้นปี 66 เติบโต 41% หลังปรับเพิ่มประมาณการ

### ปรับประมาณการกำไรขึ้น 4-6% พร้อมเพิ่ม TP เป็น 14.5 บาท

ในงาน Thai Corporate Day ที่เมย์แบงก์จัดขึ้นระหว่างวันที่ 2-3 ก.พ. ที่ผ่านมา นายสุนทร เคนธรม ประธานเจ้าหน้าที่บริหารของ HUMAN ได้ย้ำเป้าหมายการเติบโตของรายได้ประจำปี 2566 ที่ 30-40% ซึ่งสอดคล้องกับที่เราคาดไว้ที่ 32.6% พร้อมกันนั้น เราได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลักปี 66-67 ขึ้น 4-6% หลังจากลดคาดการณ์ค่าใช้จ่าย SG&A ลง เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" หุ้น HUMAN ด้วยราคาเป้าหมายอิง DCF เพิ่มขึ้นเป็น 14.50 บาท (WACC 7.5%, TG 3.6%) การจัดสรรต้นทุนจากการปันส่วนราคาซื้อ PPA อาจทำให้มีค่าตัดจำหน่ายเพิ่มขึ้น แต่ก็ไม่มีความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายและคำแนะนำของเรา

### บริษัทตั้งเป้าการเติบโตของรายได้รวมที่ 30-40%

CEO ของ HUMAN ได้ตั้งเป้าหมายการเติบโตของรายได้ที่ 30-40% ในปี 66 บนฐานการเติบโตของรายได้มากกว่า 10% ทั้งในประเทศไทยและอินโดนีเซีย และการรวมงบการเงินทั้งปีของ DataOn (เทียบกับเพียงเจ็ดเดือนของการรวมบัญชีในปี 65) ทั้งนี้ เป้าหมายรายได้ของบริษัทสอดคล้องกับที่เราคาดไว้ว่าจะเติบโต 32.6% (เติบโต 10.5% ในประเทศไทย และเติบโต 20.0% ในอินโดนีเซีย) นอกจากนี้ ผู้บริหารยังตั้งเป้าหมายว่าอัตรากำไรสุทธิของบริษัทจะดีขึ้นในอีก 5 ปีข้างหน้า

### เพิ่มประมาณการกำไรหลักปี 66-67 ลดคาดการณ์ค่าใช้จ่าย SG&A

เราเพิ่มประมาณการกำไรหลักในปี 66/67 ขึ้น 5.7%/3.9% เนื่องจากเราปรับลดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายด้านการขายและบริหารต่อรายได้ (SG&A to revenue) จาก 25.1%/24.7% เป็น 24.5%/24.2% ในปี 66 และ 67 ตามลำดับ เราปรับลดคาดการณ์ค่าใช้จ่ายด้านการบริหารเนื่องจาก HUMAN ไม่มีแผนที่จะขยายพื้นที่สำนักงานในปีนี้ ประมาณการใหม่ของเราสะท้อนอัตรากำไรสุทธิหลักที่ 24.1% ในปี 66 เพิ่มขึ้นจาก 22.6% ในปี 65

### คงคำแนะนำ "ซื้อ" แม้มีความเสี่ยงต่อประมาณการจาก PPA

เราเพิ่มราคาเป้าหมายอิง DCF จาก 14 บาท เป็น 14.50 บาท เนื่องจากปรับเพิ่มประมาณการกำไร ค่าแนะนำ "ซื้อ" ของเราถูกหนุนโดย การเติบโตของกำไรหลักต่อหุ้นที่ 41.4% ในปี 66 ความเสี่ยงหลักคือค่าตัดจำหน่าย (amortisation expense) สูงเกินคาด ทั้งนี้ การเข้าซื้อกิจการของ DataOn ในช่วงปลายเดือนพฤษภาคมที่ผ่านมา ส่งผลให้ HUMAN มีต้นทุนการซื้อบริษัทที่ยังไม่ได้ถูกจัดสรร 1.9 พันล้านบาท หลังจากหนึ่งปีของการศึกษา PPA โดยผู้สอบบัญชี การปันส่วนต้นทุนใดๆ ให้กับสินทรัพย์ประเภท "ซอฟต์แวร์" และ "ความสัมพันธ์กับลูกค้า" จะนำไปสู่ค่าตัดจำหน่ายเพิ่มเติม อย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสดไม่น่าส่งผลกระทบต่อ ราคาเป้าหมาย และคำแนะนำต่อหุ้น HUMAN

FYE Dec (THB m)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenue	720	729	1,042	1,381	1,548
EBITDA	262	266	317	469	536
Core net profit	164	172	236	333	382
Core FDEPS (THB)	0.24	0.25	0.27	0.38	0.44
Core FDEPS growth(%)	11.2	4.6	7.8	41.4	14.6
Net DPS (THB)	0.14	0.16	0.14	0.23	0.26
Core FD P/E (x)	37.1	48.4	45.6	32.3	28.1
P/BV (x)	4.8	5.8	3.0	2.9	2.8
Net dividend yield (%)	1.6	1.3	1.1	1.8	2.1
ROAE (%)	13.5	12.6	8.0	9.2	10.1
ROAA (%)	11.1	10.2	8.1	8.0	8.7
EV/EBITDA (x)	22.8	30.4	29.7	21.8	18.7
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Consensus net profit	-	-	197	330	368
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	0.7	1.1	3.9

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

# BUY

Share Price	THB 12.40
12m Price Target	THB 14.50 (+19%)
Previous Price Target	THB 14.00

### Company Description

HUMAN is a provider of software as a service and business outsourcing in Thailand and Indonesia, specialising in HR solutions.

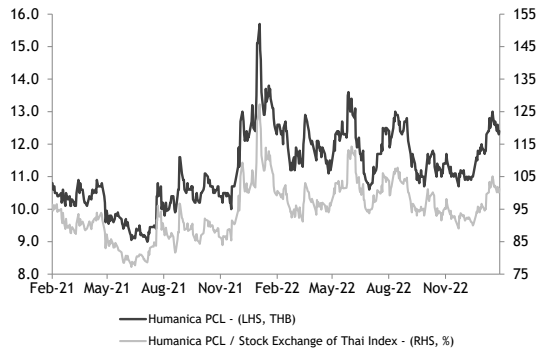
### Statistics

52w high/low (THB)	13.60/10.60
3m avg turnover (USDm)	0.8
Free float (%)	65.0
Issued shares (m)	867
Market capitalisation	THB10.8B USD318M

### Major shareholders:

Soontorn Dentham and family	30.3%
Viko Technologies	21.2%
Benjamin Ho Chi Wai	0.4%

### Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	4	12	(2)
Relative to index (%)	6	9	1

Source: FactSet

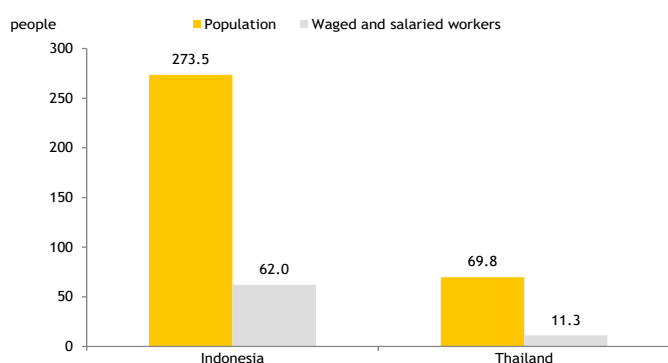
### Terms defined

PPA - purchase price allocation

## Value Proposition

- HUMAN is a provider of software as a service (SaaS) and business outsourcing, specialising in HR solutions. Its flagship software Humatrix can automate admin work related to payroll, benefit and tax processing.
- In May 2022, HUMAN merged with DataOn group, a leading HR-solution provider in Indonesia, via a share swap. Given 62m salaried and waged workers in Indonesia (vs only 11m in Thailand), the potential growth of HR solutions in the Indonesian market is much larger.
- Since HUMAN and DataOn have become one entity, software developers from the two sides plan to combine their strengths in HRM, HRD and employee benefits to develop a new flagship software called Workplaze.

### Population and labour market (Indonesia vs Thailand)

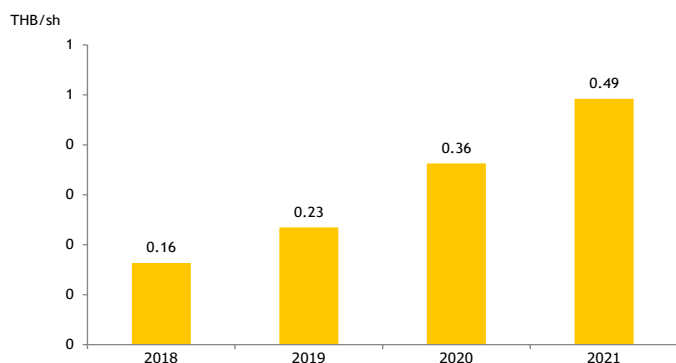


Source: Statista, World Bank, MST

## Financial Metrics

- HUMAN had no interest-bearing debt at the end of 2021. It only has lease liabilities related to the rent of office buildings and motor vehicles.
- The company’s cash position was THB335m, or THB0.39/sh, as of end-FY21 (based on fully-diluted amount of shares after the share swap with DataOn).
- The lack of interest-bearing debt stems from strong cash flow from operations and low capex requirement. HUMAN spent only THB15.5m on software development last year (2.1% of FY21 revenue). Its total cash capex (building and software) was THB38.2m (11.6% of FY21 revenue).

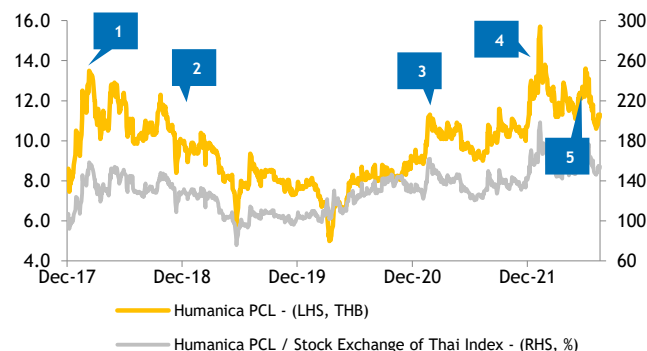
### Fully-diluted net-cash position per share



Source: Company, MST

## Price Drivers

### Historical share price trend



Source: Company, MST

1. The share price shot up to THB13.5 in Feb 2018 from the IPO price of THB4.0 (IPO in Dec 2017) as HUMAN became one of the few technology plays in the SET.
2. Share price fell as hype around tech stocks began to fade. Note that the share price declined in 2018-19 despite core net profit growth of 29%/10% in FY18/19.
3. Revenue from project implementation began to resume thanks to easing Covid-19 restrictions.
4. Investors were excited about the proposed merger of HUMAN and DataOn group, a leading provider of HR solutions in Indonesia.
5. HUMAN finished merging with DataOn.

## Swing Factors

### Upside

- Faster-than-expected adoption of cloud-based HR solutions in the Thai market.
- Expansion into new countries such as Vietnam and Philippines.
- Highly positive responses from customers for its upcoming flagship product, Workplaze.

### Downside

- Reliance on key personnel (i.e. CEO and software developers) and partners (i.e. SAP and Oracle).
- Competition from global providers of HR solutions (i.e. Workday, SAP SuccessFactors and Oracle PeopleSoft).
- Another round of Covid-19 restrictions, which could lead to employee layoffs by clients, project delays, and slowdown in new project signings.

Risk Rating & Score <sup>1</sup>	N/A
Score Momentum <sup>2</sup>	N/A
Last Updated	N/A
Controversy Score <sup>3</sup>	N/A

## Business Model & Industry Issues

- HUMAN is strong on the E or Environmental front. Its office building won LEED Award, Gold in 2021. LEED (Leadership in Energy and Environmental Design) is an internationally recognised green building certification. The company also has solid track record of software innovation, which could be beneficial to the environment as rising digital adoption usually leads to reduction of paper uses.
- Its weak point seems to be in the S or Social area. The company had average training hour of only 0.72 per employee last year.
- Governance risk is that the company relies heavily on founder CEO Soontorn Dentham, who owns 30.1% of HUMAN shares. Mr. Soontorn is 64 years old, and the company has not disclosed any details of the succession plan to the public.

### Material E issues

- HUMAN and its landlord have redesigned the office building with a focus on energy saving, water efficiency and CO2 emission reduction. The building won LEED Award, Gold from SCG Building and Living Care Consulting in 2021. LEED (Leadership in Energy and Environmental Design) is an internationally recognised green building certification system, which aims to improve energy saving, water efficiency, CO2 emission reduction etc.
- HUMAN has used solar panels for electricity. In 2021, the solar panels accounted for 22% of the full-year consumption, up from 19% in 2019.
- HUMAN has a solid track record of software innovation. This is good for the environment because rising digital adoption usually leads to reduction of paper uses.
- In 2011, HUMAN launched a web-based version of its flagship software Humatrix. In 2020, it won Best Innovative Company Awards from the Stock Exchange of Thailand and launched Benix, Thailand's first employee benefit platform.

### Material S issues

- In 2020, HUMAN decided to drop the numeric label of its flagship software Humatrix because the company started upgrading the software several times a year. The company's mission is "to help the employees of our clients to work better and live happier".
- HUMAN organised 41 training courses for employees in 2021. The company had average 0.72 training hour per employee last year.
- HUMAN offers welfare loans with low interest rates; 36 employees have applied so far, resulting in total loan amount of THB2.25m.
- In response to waves of Covid-19 outbreak, HUMAN has spent THB778,500 on donations (i.e. cash and essential products).

### Key G metrics and issues

- HUMAN had seven board members in 2021, and one of them was a woman. Only one board member, CEO Soontorn Dentham, was the executive director. The compensation for the board of directors was THB1.4m or 0.8% of FY21 net profit.
- On 23 Dec 2021, one of the independent directors resigned. His replacement is Gordon Enns, co-founder and president of DataOn.
- The company had seven people in the senior management team, four of which are women. The team was paid THB29m in 2021 (salaries, bonuses, and contribution to provident funds), which was 17% of FY21 net profit.
- The company's governance principles highly focus on the responsibilities and effectiveness of its leaders. The management team reviews the succession plan with the CEO annually.
- HUMAN keep upgrading/modernising its software with new modules by developing new applications and seeking new partners; this helps reduce the risk of its software becoming obsolete.

<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).

## Risk to earnings forecasts: additional amortisation expenses after completion of PPA

HUMAN completed the acquisition of DataOn in late-May for THB1.99b (share swap and cash payment). DataOn's book value at the time of the purchase was THB122m, resulting in THB1.9b unallocated costs at end-2Q22.

The auditor will have to complete the analysis of purchase price allocation (PPA) within one year after the transaction. By the end of the PPA activity, costs should be allocated to three main items: i) software; ii) customer relationship; and iii) goodwill. While goodwill will not have recurring expenses (tested for impairment annually), the allocation of costs to software and customer relationship will lead to additional amortisation of expenses each year. Nevertheless, the additional non-cash expenses should have no impact on free cash flow and our DCF valuation.

**Fig 1: We raise FY23/24E core profit by 5.7%/3.9% as we trim SG&A-to-revenue ratio from 25.1%/24.7% to 24.5%/24.2%**

Unit (THB m)	Reported	Current			Previous			% Change		
	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>Service income</b>	<b>729</b>	<b>1,042</b>	<b>1,381</b>	<b>1,548</b>	<b>1,042</b>	<b>1,383</b>	<b>1,552</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.2%</b>
Cost of services	-398	-534	-688	-763	-534	-689	-765	0.0%	-0.1%	-0.2%
<b>Gross profit</b>	<b>330</b>	<b>508</b>	<b>693</b>	<b>785</b>	<b>508</b>	<b>694</b>	<b>787</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.2%</b>
Gross margin %	45.3%	48.7%	50.2%	50.7%	48.7%	50.2%	50.7%	0.0%	0.0%	0.0%
Other income	29.4	35.5	19.9	23.5	35.5	20.0	25.0	0.0%	-0.5%	-6.1%
Dividend income	12.4	14.0	16.0	16.0	14.0	16.0	16.0	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Profit before operating expenses</b>	<b>372</b>	<b>557</b>	<b>729</b>	<b>825</b>	<b>557</b>	<b>730</b>	<b>828</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.4%</b>
SG&A expenses	-177	-253	-207	-221	-253	-215	-230	0.0%	-3.7%	-3.7%
Share of profit from associates	0	-1	4	4	-1	-6	-5	0.0%	-167.8%	-183.3%
<b>EBIT</b>	<b>195</b>	<b>234</b>	<b>394</b>	<b>453</b>	<b>234</b>	<b>377</b>	<b>439</b>	<b>0.0%</b>	<b>4.5%</b>	<b>3.2%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>279</b>	<b>330</b>	<b>489</b>	<b>556</b>	<b>330</b>	<b>472</b>	<b>539</b>	<b>0.0%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.1%</b>
Finance cost	-9.3	-12.9	-20.4	-22.1	-12.9	-20.4	-22.1	0.0%	0.0%	0.0%
<b>EBT</b>	<b>186</b>	<b>221</b>	<b>373</b>	<b>431</b>	<b>221</b>	<b>356</b>	<b>417</b>	<b>0.0%</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.4%</b>
Income tax revenue (expenses)	-21	-24	-44	-51	-24	-43	-50	0.0%	1.8%	1.2%
<b>Profit for the year</b>	<b>170</b>	<b>199</b>	<b>333</b>	<b>382</b>	<b>199</b>	<b>315</b>	<b>368</b>	<b>0.0%</b>	<b>5.7%</b>	<b>3.9%</b>
<b>Core net profit for the year</b>	<b>172</b>	<b>236</b>	<b>333</b>	<b>382</b>	<b>236</b>	<b>315</b>	<b>368</b>	<b>0.0%</b>	<b>5.7%</b>	<b>3.9%</b>
EPS	0.25	0.23	0.38	0.44	0.23	0.36	0.42	0.0%	5.7%	3.9%
Core EPS (based on fully-diluted number of shares)	0.25	0.27	0.38	0.44	0.27	0.36	0.42	0.0%	5.7%	3.9%

Source: Company, MST

**Fig 2: HUMAN's and DataOn's strengths in HR solutions complement each other**

HR Management (HRM)	HR Development (HRD)	Employee Benefits
<ul style="list-style-type: none"> <li>Admin tasks.</li> <li>Time and attendance, benefits and claims, and payroll.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Talent management.</li> <li>Recruitment, performance management, strategic training and organisational development.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Insurance brokerage platform.</li> <li>Flexi-benefit platform.</li> </ul>
HUMAN's strength	DataOn's strength	HUMAN's strength

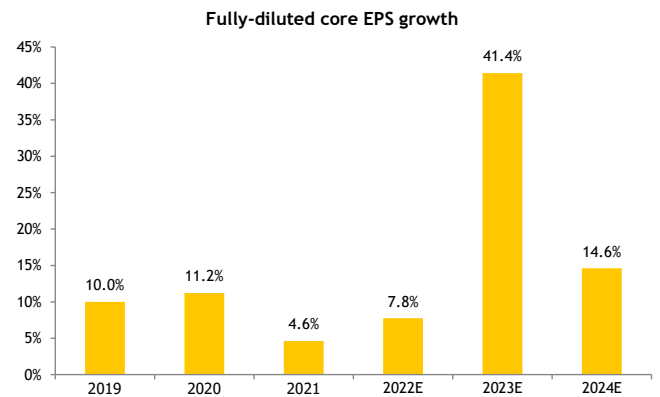
Source: Company, MST

**Fig 3: HUMAN is trading at 32.0x FY23E P/E, 1 s.d. below its 5-year mean of 1-year-forward P/E of 39.7x**



Source: Company, MST

**Fig 4: We forecast FY23E core EPS growth of 41.4% YoY, up from 7.8% YoY growth in FY22E**



Source: Company, MST

**Fig 5: We forecast 4Q22 core EPS of THB0.09 (+27.3% YoY, +34.5% QoQ)**

Unit: THB m	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	YoY	QoQ	FY22E	YoY	9M22 as % of FY22E
<b>Sales and service income</b>	186	181	230	302	328	76.0%	8.6%	1042	43.0%	68.5%
Cost of sales and services	-102	-100	-122	-158	-154	51.0%	-2.9%	-534	34.1%	71.2%
<b>Gross profit</b>	85	81	109	144	174	105.9%	21.3%	508	53.7%	65.7%
<b>SG&amp;A</b>	-51	-47	-57	-123	-95	86.5%	-22.7%	-323	82.4%	70.5%
Selling	-16	-7	-8	-7	-8	-50.5%	8.8%	-31	-0.6%	74.4%
Admin	-35	-39	-49	-116	-87	148.4%	-24.7%	-292	99.9%	70.1%
<b>Operating profit</b>	34	34	51	20	79	135.4%	286.2%	185	20.6%	57.3%
Other income	14	8	10	2	15	3.9%	538.8%	36	20.9%	57.8%
Dividend income	4	3	3	4	4	10.6%	-7.7%	14	12.7%	71.6%
Loss on disposal of investment in associate										
Share of profit from investment in associates	-1	0	-2	1	1	-224.2%	88.8%	-1	-7792.3%	205.7%
<b>EBIT</b>	51	38	50	35	102	101.1%	190.8%	234	19.6%	53.0%
Finance cost	-2	-2	-3	-4	-4	73.7%	0.0%	-13	38.4%	69.8%
<b>EBT</b>	46	36	47	31	98	114.8%	214.7%	221	18.7%	52.0%
Income tax expenses	-5	-2	-8	0	-14	189.9%	-14981.6%	-24	16.1%	43.4%
<b>Net profit</b>	42	35	39	32	85	101.7%	167.9%	199	17.0%	53.3%
<b>Core net profit</b>	50	42	44	61	81	62.4%	34.5%	236	37.5%	62.2%
<b>Core EPS</b>	0.07	0.06	0.06	0.07	0.09	27.3%	34.5%	0.272	7.76%	
Gross margin (%)	45.4%	44.7%	47.1%	47.6%	53.1%			48.7%		
SG&A to revenue (%)	-27.3%	-24.3%	-23.6%	-25.1%	-25.6%			-31.0%		
Effective tax rate (%)	-10.0%	-6.0%	-16.7%	0.3%	-13.0%			-10.8%		
Core net margin	26.9%	22.9%	19.3%	20.1%	24.8%			22.6%		

Source: Company, MST

**Fig 6: DCF-based TP of THB14.5 for HUMAN (7.5% WACC, 3.6% TG) implies 37.7x FY23E P/E**

Unit: THB m	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Terminal value
<b>Cash flow from operations after lease-related payment</b>	<b>386</b>	<b>429</b>	<b>474</b>	<b>498</b>	<b>533</b>	<b>561</b>	
<b>CAPEX</b>							
building improvement and equipment	-10	-8	-8	-10	-10	-10	
computer software	-52	-52	-50	-50	-45	-42	
<b>Total capex</b>	<b>-62</b>	<b>-60</b>	<b>-58</b>	<b>-60</b>	<b>-55</b>	<b>-52</b>	
Dividend income	16	16	16	16	16	16	
<b>Free cash flow to firm</b>	<b>340</b>	<b>385</b>	<b>432</b>	<b>454</b>	<b>494</b>	<b>525</b>	<b>13,878</b>
<b>Discount period</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
							PV of terminal value
PV of FCFF	-	358	373	365	370	366	8,981
<b>Sum of PV of FCFF</b>		<b>11,169</b>					
Net debt/(cash)	-	746					
Other current and non-current investment		621					
<b>Equity value</b>		<b>12,536</b>					
# of shares		867.4					
<b>TP (THB/share)</b>		<b>14.50</b>					
Current price (THB/share)		12.30					
Upside to target price		17.9%					
Terminal growth		3.6%					
Net debt/(cash) at end-FY23E	-	746					
Equity @ cost		3,701					
<b>Total</b>		<b>4,448</b>					
<b>Cost of debt</b>		6.3%					
After-tax cost of debt		5.0%					
<b>Cost of equity</b>		7.5%					
Risk-free rate		3.00%					
Market return		10.40%					
Beta		0.61					
Debt weight		0% (net cash)					
Equity weight		100.0%					
<b>WACC</b>		<b>7.5%</b>					

Source: Company, MST

FYE 31 Dec	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Key Metrics</b>					
P/E (reported) (x)	32.1	41.3	49.3	32.3	28.1
Core P/E (x)	37.1	48.4	41.5	32.3	28.1
Core FD P/E (x)	37.1	48.4	45.6	32.3	28.1
P/BV (x)	4.8	5.8	3.0	2.9	2.8
P/NTA (x)	6.4	7.3	3.3	3.2	3.0
Net dividend yield (%)	1.6	1.3	1.1	1.8	2.1
FCF yield (%)	3.3	2.5	2.3	3.4	3.8
EV/EBITDA (x)	22.8	30.4	29.7	21.8	18.7
EV/EBIT (x)	32.4	44.3	42.7	27.3	23.2

**INCOME STATEMENT (THB m)**

Revenue	719.8	728.7	1,042.0	1,381.2	1,548.4
EBITDA	262.0	266.2	317.5	469.1	535.9
Depreciation	(44.4)	(48.6)	(57.4)	(62.1)	(63.1)
Amortisation	(33.6)	(34.7)	(39.5)	(33.2)	(39.3)
EBIT	184.0	182.9	220.6	373.8	433.4
Net interest income / (exp)	(8.4)	(9.3)	(12.9)	(20.4)	(22.1)
Associates & JV	0.9	0.0	(1.0)	4.0	4.0
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	11.1	12.4	14.0	16.0	16.0
Pretax profit	187.7	186.0	220.7	373.3	431.3
Income tax	(22.8)	(20.6)	(23.9)	(43.8)	(50.8)
Minorities	0.9	4.5	2.0	3.9	1.6
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	165.8	169.8	198.7	333.5	382.2
Core net profit	164.0	171.5	235.8	333.5	382.2

**BALANCE SHEET (THB m)**

Cash & Short Term Investments	246.8	334.6	576.9	746.4	915.8
Accounts receivable	118.4	128.6	214.1	235.5	264.0
Inventory	15.0	14.6	14.6	14.6	14.6
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	44.6	43.7	66.0	46.9	25.7
Intangible assets	319.0	301.6	298.2	317.0	329.7
Investment in Associates & JVs	28.6	63.7	94.0	88.1	83.3
Other assets	819.2	883.2	2,786.7	2,826.5	2,843.9
<b>Total assets</b>	<b>1,591.7</b>	<b>1,770.0</b>	<b>4,050.5</b>	<b>4,274.9</b>	<b>4,477.0</b>
ST interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Accounts payable	106.4	109.1	153.7	198.0	219.5
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other liabilities	218.0	223.0	344.0	373.0	399.0
<b>Total Liabilities</b>	<b>324.8</b>	<b>332.4</b>	<b>497.3</b>	<b>570.7</b>	<b>618.1</b>
Shareholders Equity	1,265.6	1,432.0	3,546.4	3,701.4	3,857.7
Minority Interest	1.2	5.6	6.7	2.8	1.2
<b>Total shareholder equity</b>	<b>1,266.9</b>	<b>1,437.6</b>	<b>3,553.2</b>	<b>3,704.2</b>	<b>3,858.9</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>1,591.7</b>	<b>1,770.0</b>	<b>4,050.5</b>	<b>4,274.9</b>	<b>4,477.0</b>

**CASH FLOW (THB m)**

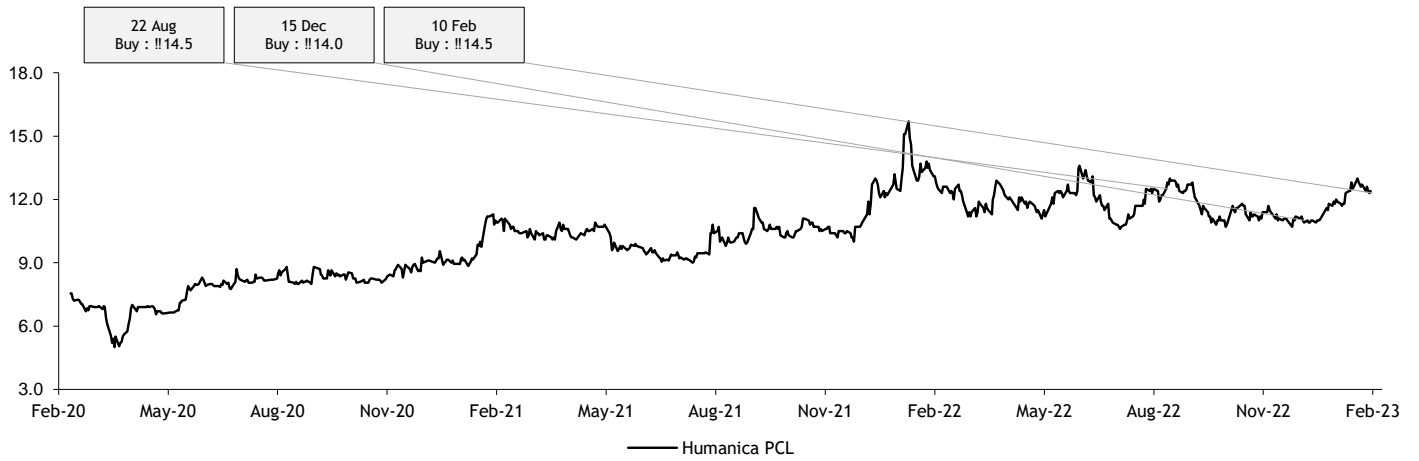
Pretax profit	187.7	186.0	220.7	373.3	431.3
Depreciation & amortisation	78.0	83.4	96.9	95.3	102.4
Adj net interest (income)/exp	8.4	9.3	12.9	20.4	22.1
Change in working capital	(19.5)	8.7	(81.4)	(2.0)	(17.6)
Cash taxes paid	(15.6)	(31.3)	(23.9)	(43.8)	(50.8)
Other operating cash flow	0.5	(13.6)	50.4	(20.0)	(20.0)
Cash flow from operations	240.1	242.9	275.6	423.3	467.5
Capex	(41.3)	(38.2)	(54.1)	(62.1)	(60.1)
Free cash flow	198.7	204.7	221.5	361.2	407.5
Dividends paid	(81.6)	(95.2)	(106.8)	(170.9)	(215.5)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other invest/financing cash flow	(30.5)	(29.6)	127.6	(20.8)	(22.5)
Effect of exch rate changes	0.7	7.9	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	87.3	87.8	242.3	169.5	169.4

FYE 31 Dec	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Key Ratios</b>					
<b>Growth ratios (%)</b>					
Revenue growth	20.1	1.2	43.0	32.6	12.1
EBITDA growth	28.7	1.6	19.3	47.8	14.2
EBIT growth	24.0	(0.6)	20.6	69.4	16.0
Pretax growth	18.6	(0.9)	18.7	69.2	15.5
Reported net profit growth	15.3	2.5	17.0	67.8	14.6
Core net profit growth	11.2	4.6	37.5	41.4	14.6
<b>Profitability ratios (%)</b>					
EBITDA margin	36.4	36.5	30.5	34.0	34.6
EBIT margin	25.6	25.1	21.2	27.1	28.0
Pretax profit margin	26.1	25.5	21.2	27.0	27.9
Payout ratio	57.4	64.1	54.1	59.4	59.4
<b>DuPont analysis</b>					
Net profit margin (%)	23.0	23.3	19.1	24.1	24.7
Revenue/Assets (x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
Assets/Equity (x)	1.3	1.2	1.1	1.2	1.2
ROAE (%)	13.5	12.6	8.0	9.2	10.1
ROAA (%)	11.1	10.2	8.1	8.0	8.7
<b>Liquidity &amp; Efficiency</b>					
Cash conversion cycle	(18.7)	(23.0)	(19.6)	(25.8)	(33.6)
Days receivable outstanding	64.3	61.0	59.2	58.6	58.1
Days inventory outstanding	11.4	13.3	9.8	7.6	6.9
Days payables outstanding	94.5	97.4	88.6	92.0	98.5
Dividend cover (x)	1.7	1.6	1.8	1.7	1.7
Current ratio (x)	4.3	3.7	4.2	4.1	4.4
<b>Leverage &amp; Expense Analysis</b>					
Asset/Liability (x)	4.9	5.3	8.1	7.5	7.2
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)	22.0	19.6	17.1	18.3	19.6
Debt/EBITDA (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capex/revenue (%)	5.7	5.2	5.2	4.5	3.9
Net debt/ (net cash)	(246.8)	(334.6)	(576.9)	(746.4)	(915.8)

Source: Company; Maybank IBG Research



### Historical recommendations and target price: Humanica PCL (HUMAN 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" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของคุณภาพแม่นยำ 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" ที่จะเกิดขึ้น 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

บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ 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 บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย 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") 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) 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 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 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:** MATRKE (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 13 กุมภาพันธ์ 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 13 กุมภาพันธ์ 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	TIPIP	
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**

ABICO	CPW	J	NCL	STAR	VCOM
ALT	DDD	JMART	NOVA	STECH	VIBHA
APCO	DHOUSE	JMT	NUSA	STGT	WIN
BKD	DOHOME	KEX	PIMO	SUPER	ZIGA
CHG	EKH	KUMWEL	SCM	TQM	
CPR	EVER	LDC	SIS	TSI	

**ได้รับการรับรอง CAC**

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

**N/A**

3K-BAT	BEM	CRC	HFT	MAX	LUXF	OISHI	SA	STECH	TPOLY
A	BH	CSP	HPF	M-CHAI	MACO	ONEE	SABUY	STGT	TPRIME
AAI	BIG	CSR	HTECH	MCS	MAJOR	OR	SAFARI	STHAI	TOM
AAV	BIOTEC	CSS	HUMAN	MDX	MANRIN	OSP	SAK	STI	TR
ACC	BIZ	CTARAF	HYDROGEN	MEGA	MATI	PACE	SAM	STPI	TRC
ACE	BJC	CTW	IFEC	MENA	MAX	PAF	SAMART	SUC	TRITN
ACG	BJCHI	CV	IHL	METCO	M-CHAI	PCC	SAMCO	SUN	TRUBB
AEONTS	BKD	CWT	III	MGT	MCS	PEACE	SAMTEL	SUPER	TSE
AFC	BKKCP	DCON	ILM	MICRO	MDX	PERM	SAUCE	SUPEREIF	TSI
AGE	BLAND	DDD	IMPACT	MIDA	MEGA	PF	SAWAD	SUTHA	TSR
AH	BLISS	DIF	INETREIT	MITSIB	MENA	PIN	SAWANG	SVOA	TTI
AHC	BOFFICE	DMT	INGRS	MJD	METCO	PLE	SCAP	SVT	TTLPF
AIMCG	BR	DOHOME	INOX	MK	MICRO	PLUS	SCI	SYNEX	TTT
AIMIRT	BRI	DREIT	INSET	ML	MIDA	PMTA	SCP	TC	TTW
AIT	BROCK	DTCENT	IT	MODERN	M-II	POLAR	SDC	TCC	TU-PF
AJ	BRRGIF	DTCI	ITC	MORE	MIFP	POLY	SEAFECO	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	BUI	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	TFEIF	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	TNCP	WORK
BAREIT	CPNCG	GRAMMY	LHPF	LOXLEY	LHPF	NTV	RPH	SSC	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	S-11	STEC	TPIPP	

Source : Thai Institute of Directors

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

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC