Maybank Securities

Technology

Thailand

Humanica PCL (HUMAN TB)

ถึงเวลา Workplaze เริ่มขับเคลื่อนการเติบโต

ซื้อ จากแนวโน้มกำไรที่เติบโตแข็งแกร่งและราคาหุ้นถูก

เราคงคำแนะนำ ซื้อ HUMAN (ราคาเป้าหมาย 14.2 บาท เพิ่มขึ้นจาก 14.0 บาท) เนื่องจากแนวโน้มกำไรระยะสั้นและระยะยาวที่เติบโตแข็งแกร่ง เราคาดการณ์กำไรหลัก 3Q66 ที่ 77 ล้านบาท (+36% YoY, +20% QoQ) เนื่องจาก HUMAN เริ่มติดตั้งระบบซอฟต์แวร์ใหม่ Workplaze ให้ลูกค้าได้เริ่มใช้งาน ซึ่งเมื่อมีการใช้ Workplaze เพิ่มขึ้นก็จะส่งผลให้กำไรหลักต่อหุ้นเติบโต 22% CAGR ในช่วง 3 ปี คือปี 65-68 จากโตแค่ 5% ในปี 66-65 หุ้น HUMAN ซื้อขายบน P/E ปี 67 ที่ 24 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 37 เท่าอยู่ 2 SD โดยบริษัทจะรายงานผลประกอบการ 3Q66 ในวันที่ 15 พ.ย.

คาดกำไรหลัก 3Q66 เพิ่มขึ้น 36% YoY

เราคาดการณ์กำไรหลัก 3Q66 ที่ 77 ล้านบาท (+36% YoY, +20% QoQ) จากรายได้ 334 ล้านบาท (+11% YoY, +9% QoQ) โดยบริษัทฯ ได้เสร็จสิ้นการพัฒนาซอฟต์แวร์ HR ใหม่ที่ชื่อว่า Workplaze เวอร์ชันแรกในช่วงปลายเดือนมีนาคม 66 และได้เริ่มติดตั้งระบบซอฟต์แวร์ใหม่ให้กับลูกค้าตั้งแต่ช่วงกลางไตรมาส 2/66 ส่งผลให้ค่าธรรมเนียมการติดตั้งระบบเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/66 เราประเมินอัตรากำไรขั้นต้น 3Q66 จะเพิ่มขึ้นเป็น 53.8% (เทียบกับ 47.6% ในไตรมาส 3/65 และ 51.8% ในไตรมาส 2/66) เนื่องจากค่าตัดจำหน่ายซอฟต์แวร์และค่าใช้จ่ายด้านบุคลากรยังคงค่อนข้างคงที่

คาดว่ากำไรจะเติบโต 32%/23% ในปี 66/67

เราคาดว่า HUMAN จะจบปี 66 ด้วยกำไรหลักที่เติบโต 32% หนุนโดยซอฟต์แวร์เรือธงใหม่และการรวมงบทั้งปีของ DataOn (เทียบกับรวมงบ 7 เดือนในปี 65) ส่วนแนวโน้มปี 67 เราประเมินกำไรหลักเติบโต 23% โดยได้แรงหนุนจากการใช้งาน Workplaze ที่เพิ่มขึ้นจากลูกค้าทั้งเก่าและใหม่ เราคาดว่าจำนวนพนักงานของลูกค้าจะเติบโต 9%/11% ในปี 66/67

เพิ่มราคาเป้าหมายอิง DCF เป็น 14.2 บาท

เราเพิ่มราคาเป้าหมายอิงวิธี DCF จาก 14.0 บาทเป็น 14.2 บาท (7.5% WACC) เนื่องจากเรา 1) ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 67 2) เพิ่มประมาณการ EPS หลักขึ้น 4-5% ตั้งแต่ปี 67 เป็นต้นไป (ปรับเพิ่มประมาณการอัตรากำไรขั้นต้น) และ 3) ปรับลดอัตราการเติบโต terminal growth rate จาก 3.6% เป็น 3.4% (ซึ่งเท่ากับของ Bluebik) หุ้น HUMAN ซื้อขายบน P/E ปี 67 ที่ 24 เท่า หากหักเงินสดและการลงทุนทางการเงิน (มูลค่ารวม 1.1 พันล้านบาท) ออกจากมูลค่าตลาด P/E ของ HUMAN ปี 67 จะเท่ากับ 21 เท่า

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	729	1,046	1,310	1,486	1,633
EBITDA	266	336	473	527	595
Core net profit	172	218	291	355	400
Core EPS (THB)	0.25	0.25	0.34	0.41	0.46
Core EPS growth (%)	4.6	(0.2)	33.2	21.9	12.7
Net DPS (THB)	0.16	0.18	0.27	0.33	0.37
Core P/E (x)	48.4	44.1	28.5	23.4	20.7
P/BV (x)	5.8	2.8	2.3	2.3	2.2
Net dividend yield (%)	1.3	1.6	2.9	3.4	3.9
ROAE (%)	12.6	6.7	8.6	9.9	10.9
ROAA (%)	10.2	7.7	7.3	8.6	9.5
EV/EBITDA (x)	30.4	27.5	16.6	14.7	12.8
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Consensus net profit	-	-	344	407	na
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(13.4)	(12.9)	na

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

BUY

Share Price	THB 9.55
12m Price Target	THB 14.20 (+52%)
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.

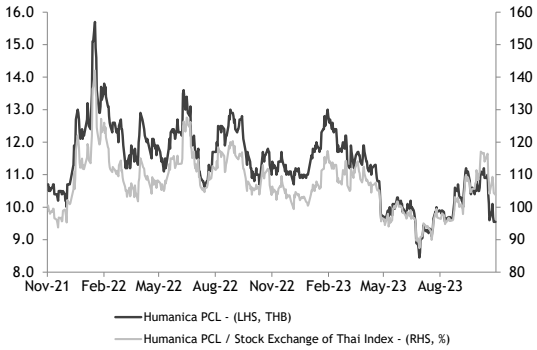
Statistics

52w high/low (THB)	13.00/8.45
3m avg turnover (USDm)	0.2
Free float (%)	65.0
Issued shares (m)	867
Market capitalisation	THB8.3B
	USD230M

Major shareholders:

Soontorn Dentham and family	30.3%
Viko Technologies	21.2%
South East Asia UK (Type A) nominees	3.2%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(12)	(3)	(15)
Relative to index (%)	(7)	7	(3)

Source: FactSet

Other stock mentioned
Bluebik (BBIK TB, CP THB105, HOLD, TP THB119)

ESG@MAYBANK IBG
Tear Sheet Insert

Value Proposition

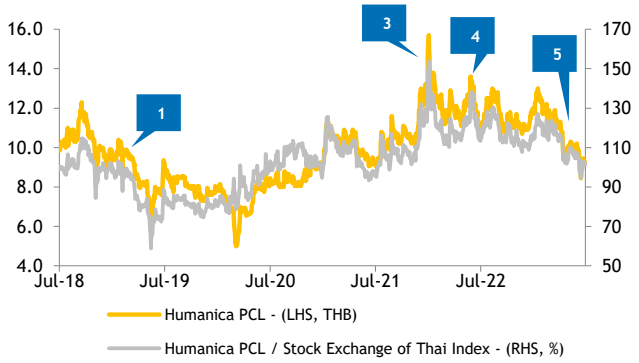
- HUMAN is a provider of software as a service (SaaS) and business outsourcing, specialising in HR solutions. Its flagship software Humatrix can automate admin work related to payroll, benefit and tax processing.
- In May 2022, HUMAN merged with DataOn group, a leading HR-solution provider in Indonesia, 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 in 2022

Source: Statista, World Bank, MST

Price Drivers

Historical share price trend



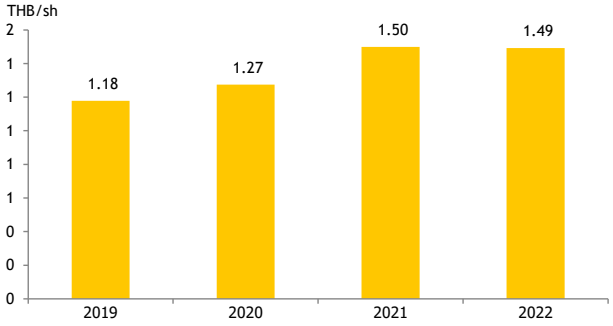
Source: Company, MST

1. 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.
2. Revenue from project implementation began to resume thanks to easing Covid-19 restrictions.
3. Investors were excited about the proposed merger of HUMAN and DataOn group, a leading provider of HR solutions in Indonesia.
4. HUMAN finished merging with DataOn.
5. There were big sell-offs in small- and mid-cap stocks amid poor market sentiment, which was largely caused by political uncertainty.

Financial Metrics

- HUMAN had no interest-bearing debt at the end of 2022. It only has lease liabilities related to the rent of office buildings and motor vehicles.
- The company's cash and financial investments were worth THB1.3b, or THB1.49/sh.
- The lack of interest-bearing debt stems from strong cash flow from operations and low capex requirement.

Fully-diluted net-cash position per share



Source: Company, MST

Swing Factors

Upside

- Faster-than-expected adoption of cloud-based HR solutions in the Thai and Indonesian markets.
- Expansion into new countries such as Philippines, South Korea and Japan.

Downside

- Reliance on key personnel (i.e. CEO, Chief Technology Officer and software developers) and partners (i.e. SAP and Oracle).
- Competition from foreign providers of HR solutions (i.e. Workday, SAP SuccessFactors, Oracle PeopleSoft and Darwin Box).
- A global recession, which could lead to corporate clients laying off employees.

ESG@MAYBANK IBG

wasu.m@maybank.com

Risk Rating & Score[1]	na
Score Momentum[2]	na
Last Updated	na
Controversy Score[3]	na

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. Nevertheless, the company does not have data on greenhouse gas emission
- 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 2021-22, 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 2022, and one of them was a woman. Two board members, CEO Soontorn Dentham and CTO Gordon Enns, were the executive directors.
- The company had 20 people in the senior management team, 13 of which are women.
- The compensation to directors and management were THB41m (23% of FY22 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.

[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).

ESG@MAYBANK IBG

	Quantitative Parameters (Score: 47)					
	Particulars	**Unit**	**2020**	**2021**	**2022**	**BBIK TB (2022)**
E	Scope 1	m tCO2e	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**
	Scope 2	m tCO2e	N/A	N/A	N/A	N/A
	Total	**m tCO2e**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**
	Scope 3	m tCO2e	N/A	N/A	N/A	N/A
	Total	**m tCO2e**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**
	Scope 1 & 2 emission intensity	tCO2e/THBm	N/A	N/A	N/A	N/A
	Electricity usage per sqm of office space	kWh per sqm	83.7	71.6	76.4	N/A
	RE as % of electricty usage	%	N/A	22%	22%	N/A
	Water usage	cubic metre	4,961	4,606	4,330	N/A
	Use of paper at HQ	sheets	N/A	N/A	N/A	87,500
	Green building certified	sqm	5,400	6,392	6,392	N/A
S	% of women in workforce	%	59%	62%	51%	44%
	% of women in management roles	%	56%	60%	44%	57%
	% employee turnover	%	21%	44%	36%	33%
	Average training hours	hours/person/year	0.9	0.7	13.8	180.5
	Customer satisfaction score	score	N/A	N/A	N/A	N/A
	Cyber security and personal data incidents	number	N/A	N/A	0	0
G	Directors' and management's compensations as % of net profit	%	22.4%	22.0%	22.9%	89.5%
	CG score by National CG Committee	stars	3	3	4	5
	Top 10 employees salary as % of profit	%	18%	21%	22%	29.8%
	Independent director (tenure<10 years) as % of BoD	%	67%	67%	57%	44%
	Women directors on board	%	0%	17%	14%	11%

Qualitative Parameters (Score: 50)

a) Is there an ESG policy in place and whether there is a standalone ESG Committee or is it part of risk committee?

Yes, we have ESG policy. HUMAN does not have a standalone ESG committee but ESG is a part of the executive committee's goals.

b) Is the senior management salary linked to fulfiling ESG targets?

Yes.

c) Does the company follow TCFD/GRi framework or any other framework for ESG reporting?

Yes.

d) Has the company been involved in controversies which have impacted their management/stock price performance

No.

e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?

Installation of roof-top solar, now 22% of electricity usage; company's employee shuttle service is fully electric; 2-wheeler electric charging stations for employees.

f) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?

No.

Target (Score: 75)		
Particulars	**Target**	**Achieved in 2022**
ISO 27001 and 27701	Certify within 2024	ISO 27001 certified already and ISO 27701 is under audit
IT security & data privacy training to all staffs	100%	100%
Emission reduction target/net zero	N/A	N/A
Generate Renewable energy to power all our clients' servicing servers by 2025	100%	22%
Impact		
NA		
Overall Score: 55		
As per our ESG matrix, Humanica (HUMAN TB) has overall score of 55.		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	47	24
Qualitative	25%	50	13
Target	25%	75	19
Total			**55**

As per our ESG assessment, HUMAN's strong points in social and governance aspects outweigh the lack of data collection and long-term goals in the environmental aspects. The company's overall ESG score is 55, in-line with Maybank universe's average ESG rating of 50.

1. Strong short and long-term earnings growth

1.1 3Q23E core profit to grow 36% YoY

We forecast 3Q23E core profit of THB77m (+36% YoY, +20% QoQ) on the back of THB334m revenue (+11% YoY, +9% QoQ). HUMAN completed the first version of its new HR software, Workplaze, in late-Mar 2023; the company started rolling out the new software to clients in mid-2Q23, which should lead to higher 3Q23E revenue.

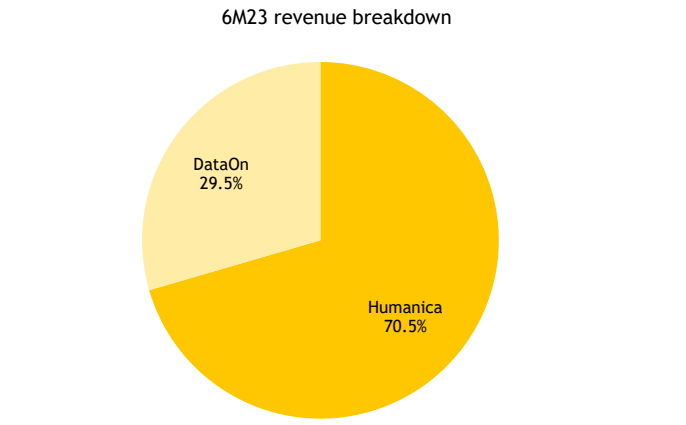
Also, we forecast 3Q23E gross margin to expand to 53.8% (vs 47.6% in 3Q22 and 51.8% in 2Q23) as software amortisation and staff costs should see slower growth rates than revenue.

Fig 1: We forecast 3Q23 net profit of THB4.0b (+39% YoY, +8% QoQ) on THB11.8b revenue (+31% YoY, +9% QoQ)

Unit: THB m	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	YoY	QoQ	FY22	FY23E	9M23E as % of YoY	9M23E as % of FY23E
Sales and service income	**302**	**332**	**301**	**307**	**334**	**10.6%**	**8.7%**	**1046**	**1310**	**25.2%**	**72.0%**
Cost of sales and services	-158	-152	-151	-148	-154	-2.5%	4.2%	-532	-624	17.2%	72.7%
Gross proift	**144**	**180**	**151**	**159**	**180**	**25.0%**	**12.9%**	514	686	**33.6%**	71.3%
SG&A	**-92**	**-95**	**-83**	**-87**	**-88**	**-4.3%**	**0.8%**	**-294**	**-358**	**21.9%**	**72.2%**
Selling	-7	-16	-6	-14	-14	93.8%	1.4%	-39	-49	26.6%	69.6%
Admin	-85	-79	-77	-74	-74	-12.6%	0.7%	-255	-309	21.2%	72.6%
Operating profit	**52**	**86**	**67**	**72**	**92**	**77.0%**	**27.6%**	**220**	**328**	**49.3%**	**70.4%**
Other income	2	-8	8	9	7	191.7%	-22.6%	14	31	127.8%	77.0%
Dividend income	4	5	2	2	1	-68.1%	-42.5%	14	7	-48.9%	78.7%
Loss on disposal of investment in associate											
Share of profit from investment in associates	1	2	-1	-3	-4	-814.3%	34.6%	0	-12	52073.9%	65.4%
EBIT	**28**	**91**	**75**	**80**	**95**	**241.4%**	**19.0%**	**205**	**353**	**72.3%**	**71.1%**
Finance cost	-4	-4	-3	-3	-3	-12.0%	0.0%	-13	-15	16.9%	69.2%
EBT	**24**	**87**	**72**	**77**	**92**	**282.6%**	**19.8%**	**192**	**338**	**75.9%**	**71.2%**
Income tax expenses	0	-20	-10	-6	-13	-14857.2%	118.4%	-29	-45	54.2%	64.7%
Net profit	**25**	**67**	**62**	**71**	**78**	**219.0%**	**10.8%**	**163**	**296**	**81.3%**	**71.5%**
Core net profit	**57**	**78**	**64**	**64**	**77**	**35.6%**	**19.7%**	**218**	**289**	**32.4%**	**70.9%**
Gross margin (%)	47.6%	54.2%	50.0%	51.8%	53.8%			49.1%	52.4%		
SG&A to revenue (%)	-14.7%	-26.3%	-28.0%	-28.4%	-26.3%			-28.1%	-27.3%		
Effective tax rate (%)	0.4%	-22.9%	-13.5%	-7.7%	-14.0%			-15.4%	-13.0%		
Core net margin	18.8%	23.5%	21.2%	20.9%	0.0%			20.9%	22.1%		

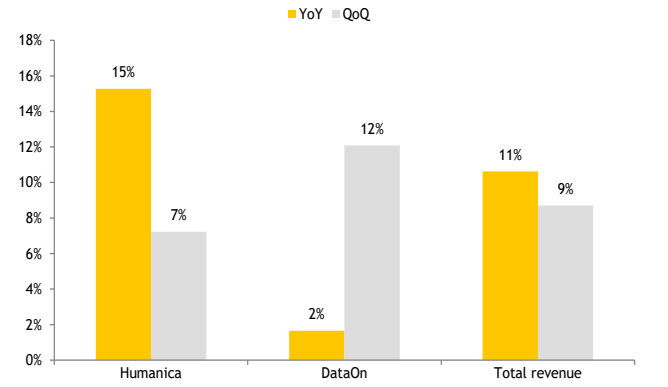
Source: Company, MST

Fig 2: 6M23 revenue breakdown



Source: Company, MST

Fig 3: 3Q23E revenue growth



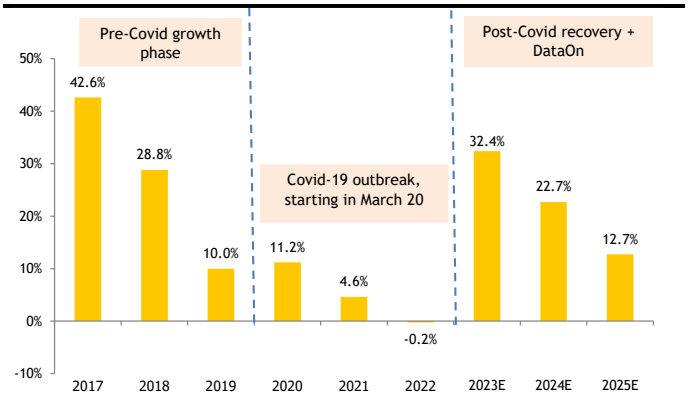
Source: Company, MST

1.2 We forecast FY22-25 core EPS CAGR of 22%

HUMAN used to be a growth company as evidenced by FY16-19 CAGR of 26.4% for core EPS thanks to 19.9% revenue CAGR over the same period. Then, waves of Covid-19 outbreaks resulted in a sharp decrease in core EPS growth to 5.3% CAGR in FY19-22E due to price discounts to existing customers and the lack of projects from new customers.

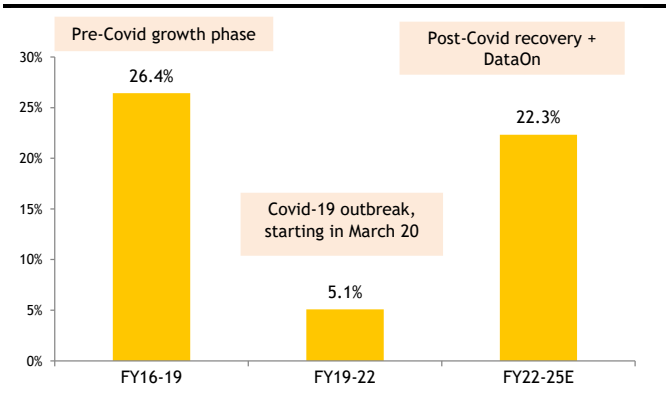
Now, we expect the post-Covid recovery and the new flagship software, Workplaze to boost 3-year core EPS CAGR to 22% in FY22-25E from 5% in FY19-22. Healthy economic growth in Thailand and Indonesia should also help support HUMAN's performance. The Bank of Thailand forecasts the country's GDP growth to accelerate to 4.4% in FY24E from 2.8% in FY23E. In Indonesia, the Asia Development Bank forecasts 4.7-5.5% GDP growth in FY24E, up from 4.5-5.3% in FY23E.

Fig 4: Core EPS growth in three phases



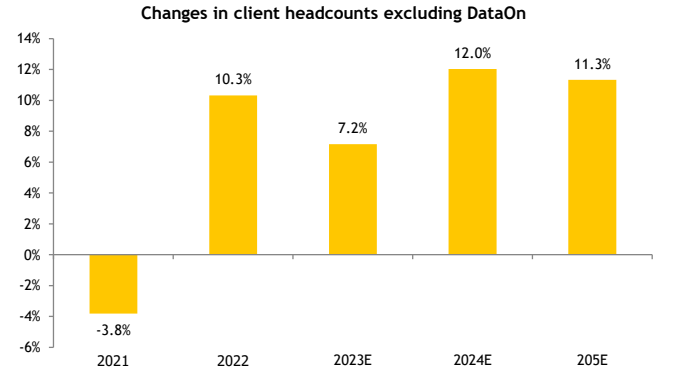
Source: Company, MST

Fig 5: 3-year core EPS CAGR in three phases



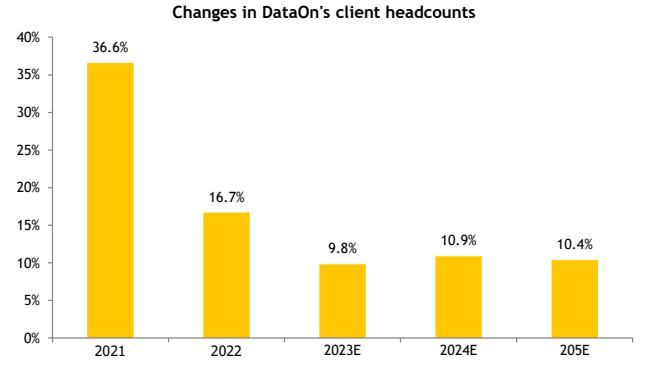
Source: Company, MST

Fig 6: Changes in client headcount, excluding DataOn



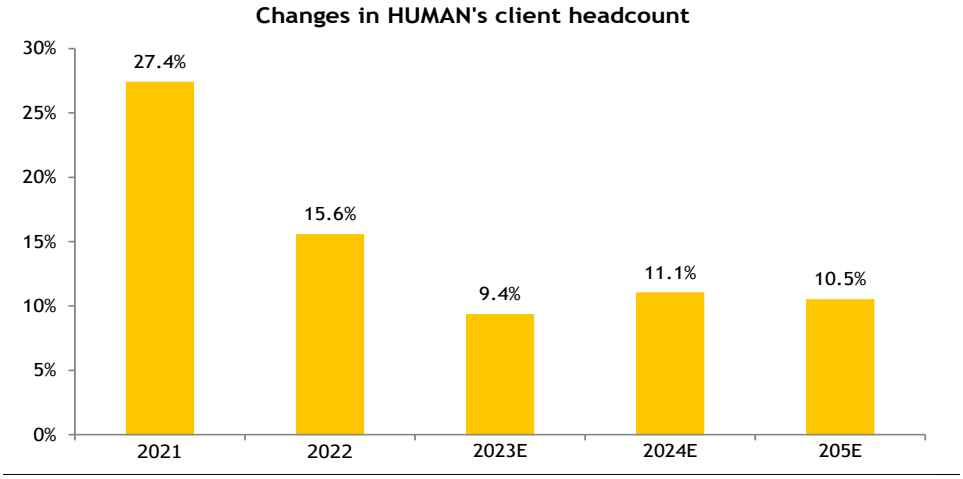
Source: Company, MST

Fig 7: Changes in DataOn's client headcount



Source: Company, MST

Fig 8: Changes in HUMAN's client headcount (Humanica + DataOn)



Source: Company, MST

1.3 Workplaze is a collaborative project with DataOn

By the end of 2023, Workplaze, HUMAN's new flagship HR software, will have key strengths of i) HUMAN's Humatrix in HRM modules, and ii) DataOn's Sunfish HR in HRD modules, resulting in well-rounded HR solutions. Workplaze also has localised features (management of complicated work shifts and compliance with local laws) and multi-country outsourcing capabilities in Thailand, Indonesia, Malaysia, Singapore and Vietnam.

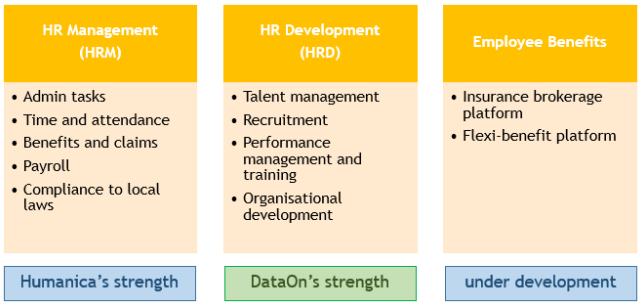
While global players' software offerings are strong in HRD modules, they lack localised features. They are also much more expensive than Workplaze.

Fig 9: Old software vs new software

Target group	Old software	New software in 2023
Large enteprises	Humatrix by HUMAN Sunfish HR by DataOn	Workplaze
Mid-sized enterprises	TigerSoft (on-premise installation)	TigerSoft (cloud-based)

Source: Company, MST

Fig 10: Humanica and DataOn have combined their strengths to develop their new flagship Workplaze



Source: Company, MST

Fig 11: Localised features are now available in eight countries

Source: Company, MST

1.4 Large untapped markets in Thailand and Indonesia

Thailand had 11.7m waged and salaried employees (source: Social Security Office) at the end of 2Q23. HUMAN has an approximately 300k client headcount, implying that it commanded less than 3% of the addressable market. Also, management estimates that less than 10% of employees in

Thailand have access to cloud-based HR solutions, implying a large untapped market.

We estimate that Indonesia had 66m waged and salaried employees at the end of 2022, and DataOn commanded only 2% of the addressable market. The adoption rate of all cloud-based HR solutions in Indonesia is 9%.

2. Valuation and recommendation

2.1 Raise target price to THB14.20

We raise our DCF-based target price from THB14.0 to THB14.2 (7.5% WACC) as we i) roll forward our TP from end-FY23E to end-FY24E, ii) raise core EPS by 4-5% from FY24E onwards (raising gross margin forecasts by 0.3-0.5% ppt), and ii) trim the terminal growth rate from 3.6% to 3.4%. Our new target price implies an FY24E P/E of 35x.

Fig 12: Changes in earnings forecasts

	Reported	Current			Previous			% Changes in forecasts		
Unit (THB m)	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
Service income	**1,046**	**1,310**	**1,486**	**1,633**	**1,334**	**1,495**	**1,641**	**-1.8%**	**-0.6%**	**-0.5%**
Cost of services	-532	-624	-705	-771	-642	-717	-779	-2.9%	-1.6%	-1.1%
Gross profit	**514**	**686**	**781**	**862**	**692**	**778**	**861**	**-0.7%**	**0.4%**	**0.1%**
Gross margin %	*49.1%*	*52.4%*	*52.5%*	*52.8%*	*51.8%*	*52.0%*	*52.5%*	*1.1%*	*1.0%*	*0.6%*
Other income	13.6	31.0	15.6	20.6	18.1	15.6	20.6	71.2%	0.0%	0.0%
Dividend income	13.7	7.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	-56.3%	0.0%	0.0%
Profit before operating expenses	**541**	**724**	**813**	**899**	**726**	**809**	**898**	**-0.2%**	**0.4%**	**0.1%**
SG&A expenses	-162	-248	-268	-279	-249	-265	-275	-0.6%	1.3%	1.3%
Share of profit from associates	0	-12	3	3	4	6	6	-400.0%	-50.0%	-50.0%
EBIT	**205**	**353**	**426**	**488**	**360**	**418**	**481**	**-2.1%**	**1.9%**	**1.4%**
EBITDA	**307**	**467**	**546**	**614**	**474**	**537**	**606**	**-1.5%**	**1.6%**	**1.4%**
Finance cost	-12.7	-14.9	-14.2	-13.6	-21.5	-20.8	-20.0	-30.8%	-31.6%	-32.3%
EBT	**192**	**338**	**412**	**474**	**339**	**397**	**461**	**-0.2%**	**3.7%**	**2.9%**
Income tax revenue (expenses)	-29	-45	-61	-78	-53	-62	-80	-14.8%	-2.0%	-2.0%
Profit for the year	**163**	**296**	**355**	**400**	**289**	**339**	**385**	**2.4%**	**4.7%**	**3.8%**
Core net profit for the year	**218**	**289**	**355**	**400**	**289**	**339**	**385**	**0.0%**	**4.7%**	**3.8%**
EPS	0.19	0.34	0.41	0.46	0.33	0.39	0.44	2.4%	4.7%	3.8%
Core EPS (based on fully-diluted number of shares)	0.25	0.33	0.41	0.46	0.33	0.39	0.44	0.0%	4.7%	3.8%

Source: Company, MST

Fig 13: We have a DCF-based target price of THB14.2 (7.5% WACC, 3.4% terminal growth) for HUMAN

Unit: THB m	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Terminal value
Cash flow from operations after lease-related payment	**323**	**406**	**459**	**489**	**525**	**555**	
CAPEX							
building improvement and equipment	-10	-8	-8	-8	-8	-8	
computer software	-55	-62	-61	-54	-54	-54	
Total capex	**-65**	**-70**	**-69**	**-62**	**-62**	**-62**	
Dividend income	7	16	16	16	16	16	
Free cash flow to firm	**265**	**352**	**407**	**444**	**480**	**510**	**14,508**
Discount period	**0**	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**7**
							PV of terminal value
PV of FCFF	-	-	379	384	386	382	8,767
Sum of PV of FCFF		**11,052**					
Net debt/(cash)		- 726					
Other current and non-current investment		543					
Equity value		12,321					
# of shares		867.4					
TP (THB/share)		**14.20**					
Current price (THB/share)		9.55					
Upside to target price		48.7%					

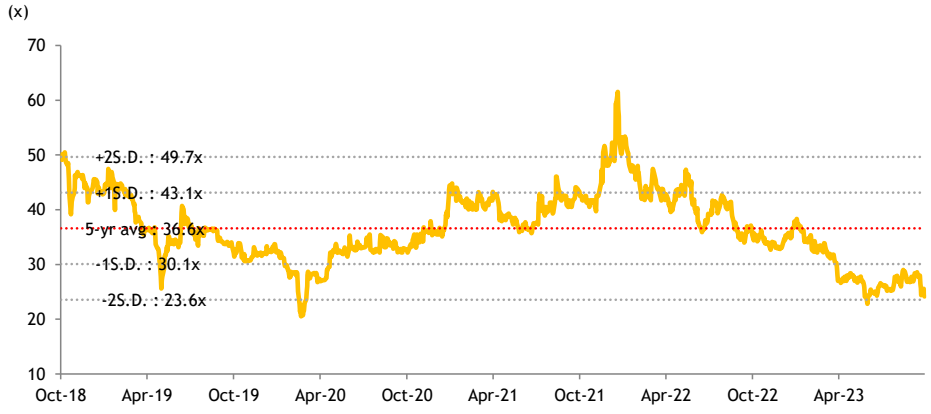
Terminal growth	3.4%
Cost of equity	**7.5%**
Risk-free rate	3.00%
Market return	10.40%
Beta	0.60
Debt weight	0% (net cash)
Equity weight	100.0%
WACC	**7.5%**

Source: Company, MST

2.2 P/E band implies cheap valuation

HUMAN's 5-year average of 1-year-forward P/E is 37x. The counter is trading at FY24E P/E of 24x, 2 s.d. below its 5-year mean. The deep discount to the long-term mean is unwarranted because HUMAN's earnings growth is in an acceleration phase, in our view. The new flagship software and healthy economic growth in Thailand and Indonesia should boost 3-year core EPS CAGR to 22% in FY22-25E from 5% in FY19-22.

Fig 14: HUMAN is trading at FY24E P/E of 24x, 2 SD below the 5-year mean



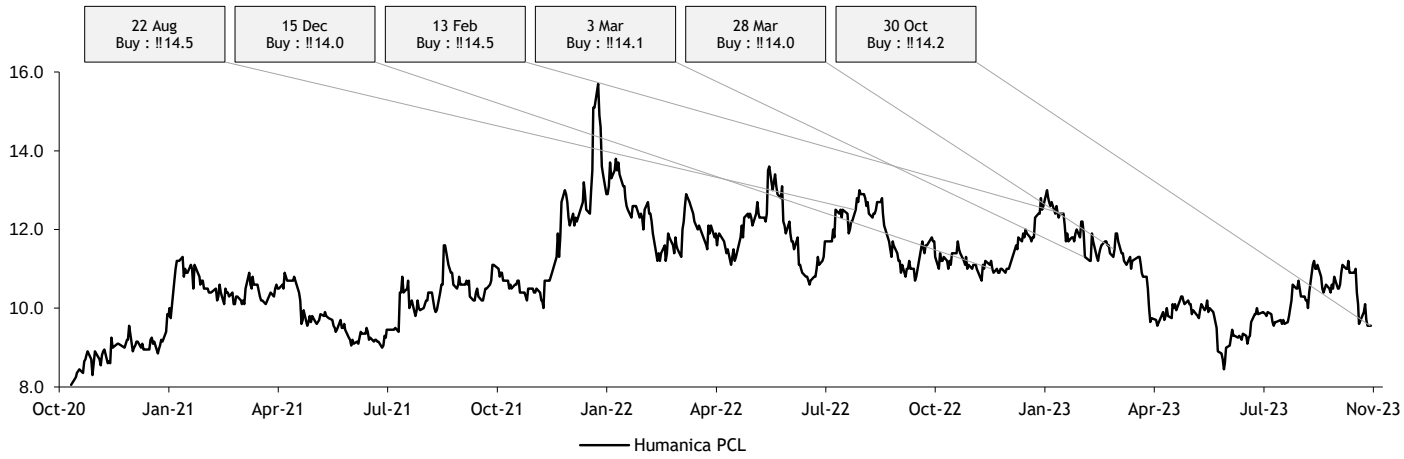
Source: SETSMART, Company, MST

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	41.3	63.5	27.8	23.4	20.7
Core P/E (x)	48.4	44.1	28.5	23.4	20.7
P/BV (x)	5.8	2.8	2.3	2.3	2.2
P/NTA (x)	7.3	3.1	6.2	5.7	5.3
Net dividend yield (%)	1.3	1.6	2.9	3.4	3.9
FCF yield (%)	2.5	2.0	3.7	4.6	5.2
EV/EBITDA (x)	30.4	27.5	16.6	14.7	12.8
EV/EBIT (x)	44.3	39.5	21.8	19.0	16.3
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	728.7	1,046.2	1,310.3	1,486.3	1,633.1
EBITDA	266.2	335.6	473.5	527.0	595.1
Depreciation	(48.6)	(64.2)	(78.2)	(50.1)	(50.5)
Amortisation	(34.7)	(37.8)	(35.9)	(69.9)	(75.7)
EBIT	182.9	233.5	359.4	407.0	468.9
Net interest income /(exp)	(9.3)	(12.7)	(14.9)	(14.2)	(13.6)
Associates & JV	0.0	(0.0)	(12.0)	3.0	3.0
Exceptionals	0.0	(42.5)	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	12.4	13.7	7.0	16.0	16.0
Pretax profit	186.0	192.0	339.5	411.8	474.3
Income tax	(20.6)	(29.5)	(45.5)	(60.6)	(78.1)
Minorities	4.5	0.9	3.9	3.4	3.4
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	169.8	163.4	298.0	354.6	399.6
Core net profit	171.5	218.3	290.8	354.6	399.6
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	334.6	586.2	613.9	726.1	827.7
Accounts receivable	128.6	189.6	234.3	265.8	292.0
Inventory	14.6	7.0	7.0	7.0	7.0
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	43.7	55.8	29.7	1.6	(26.6)
Intangible assets	301.6	297.4	2,194.5	2,186.7	2,171.5
Investment in Associates & JVs	63.7	105.3	99.4	94.6	95.9
Other assets	883.2	2,661.9	861.8	882.0	898.8
Total assets	**1,770.0**	**3,903.1**	**4,040.6**	**4,163.8**	**4,266.3**
ST interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Accounts payable	109.1	66.1	77.4	87.6	95.7
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	223.0	415.0	428.0	428.0	445.0
Total Liabilities	**332.4**	**481.5**	**505.7**	**515.2**	**540.4**
Shareholders Equity	1,432.0	3,414.7	3,526.9	3,634.3	3,725.1
Minority Interest	5.6	6.9	8.1	14.3	0.8
Total shareholder equity	**1,437.6**	**3,421.7**	**3,535.0**	**3,648.6**	**3,725.9**
Total liabilities and equity	**1,770.0**	**3,903.1**	**4,040.6**	**4,163.8**	**4,266.3**
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	186.0	192.0	339.5	411.8	474.3
Depreciation & amortisation	83.4	102.0	114.1	120.0	126.2
Adj net interest (income)/exp	9.3	12.7	14.9	14.2	13.6
Change in working capital	8.7	(100.9)	(58.0)	(15.8)	(13.8)
Cash taxes paid	(31.3)	(41.1)	(45.5)	(60.6)	(78.1)
Other operating cash flow	(13.6)	64.7	5.0	(19.0)	(19.0)
Cash flow from operations	242.9	229.3	368.2	450.6	503.3
Capex	(38.2)	(34.6)	(65.0)	(70.2)	(68.5)
Free cash flow	204.7	194.7	303.2	380.4	434.8
Dividends paid	(95.2)	(120.0)	(219.6)	(239.6)	(305.3)
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	(29.6)	159.4	(38.3)	(28.6)	(28.0)
Effect of exch rate changes	7.9	(13.4)	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	87.8	220.7	45.3	112.2	101.5

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	1.2	43.6	25.2	13.4	9.9
EBITDA growth	1.6	26.0	41.1	11.3	12.9
EBIT growth	(0.6)	27.7	53.9	13.3	15.2
Pretax growth	(0.9)	3.2	76.9	21.3	15.2
Reported net profit growth	2.5	(3.8)	82.4	19.0	12.7
Core net profit growth	4.6	27.3	33.2	21.9	12.7
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	36.5	32.1	36.1	35.5	36.4
EBIT margin	25.1	22.3	27.4	27.4	28.7
Pretax profit margin	25.5	18.3	25.9	27.7	29.0
Payout ratio	64.1	95.6	79.5	80.0	80.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	23.3	15.6	22.7	23.9	24.5
Revenue/Assets (x)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
Assets/Equity (x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
ROAE (%)	12.6	6.7	8.6	9.9	10.9
ROAA (%)	10.2	7.7	7.3	8.6	9.5
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	(23.0)	2.8	20.9	22.0	22.0
Days receivable outstanding	61.0	54.7	58.2	60.6	61.5
Days inventory outstanding	13.3	7.3	4.0	3.6	3.3
Days payables outstanding	97.4	59.2	41.4	42.1	42.8
Dividend cover (x)	1.6	1.0	1.3	1.2	1.3
Current ratio (x)	3.7	3.2	3.2	3.4	3.5
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	5.3	8.1	8.0	8.1	7.9
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)	19.6	18.3	24.2	28.6	34.6
Debt/EBITDA (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capex/revenue (%)	5.2	3.3	5.0	4.7	4.2
Net debt/ (net cash)	(334.6)	(586.2)	(613.9)	(726.1)	(827.7)

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 ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ(บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก “Maybank IBG” ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง 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 ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

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

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง 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 นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิ่งในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นการประเมินจากด้านเทคนิก และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิกอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิกได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน 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 แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

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 ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อนอาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

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

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายใน 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 สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

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

อังกฤษ

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

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์**: เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย**: PT Maybank Securities ("PTMSI") (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK **ไทย**: MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง และกลต. **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 และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชธนกิจ, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 31 ตุลาคม 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

ฮ่องกง: ณ วันที่ 31 ตุลาคม 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับการให้คำแนะนำ 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

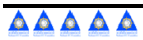
Maybank IBG Research uses the following rating system

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



AAV	BGRIM	EA	INTUCH	MOONG	PTT
ADVANC	BIZ	EASTW	IP	MSC	PTTEP
AF	BKI	ECF	IRC	MST	PTTGC
AH	BOL	ECL	IRPC	MTC	PYLON
AIRA	BPP	EE	ITEL	MVP	Q-CON
AJ	BRR	EGCO	IVL	NCL	QH
AKP	BTS	EPG	JTS	NEP	QTC
AKR	BTW	ETC	JWD	NER	RATCH
ALLA	BWG	ETE	K	NKI	RBF
ALT	CENTEL	FN	KBANK	NOBLE	RS
AMA	CFRESH	FNS	KCE	NSI	S
AMARIN	CGH	FPI	KEX	NVD	S&J
AMATA	CHEWA	FPT	KGI	NYT	SAAM
AMATAV	CHO	FSMART	KKP	OISHI	SABINA
ANAN	CIMBT	FVC	KSL	OR	SAMART
AOT	CK	GC	KTB	ORI	SAMTEL
AP	CKP	GEL	KTC	OSP	SAT
APURE	CM	GFPT	LALIN	OTO	SC
ARIP	CNT	GGC	LANNA	PAP	SCB
ASP	COLOR	GLAND	LHFG	PCSGH	SCC
ASW	COM7	GLOBAL	LIT	PDG	SCCC
AUCT	COMAN	GPI	LOXLEY	PDJ	SCG
AWC	COTTO	GPSC	LPN	PG	SCGP
AYUD	CPALL	GRAMMY	LRH	PHOL	SCM
BAFS	CPF	GULF	LST	PLANB	SCN
BAM	CPI	GUNKUL	MACO	PLANET	SDC
BANPU	CPN	HANA	MAJOR	PLAT	SEAFCO
BAY	CRC	HARN	MAKRO	PORT	SEAOIL
BRIK	CSS	HENG	MALEE	PPS	SE-ED
BBL	DDD	HMPRO	MBK	PR9	SELIC
BCP	DELTA	ICC	MC	PREB	SENA
BCPG	DEMCO	ICHI	MCOT	PRG	SENAJ
BDMS	DOHOME	III	METCO	PRM	SGF
BEM	DRT	ILINK	MFEC	PSH	SHR
BEYOND	DTAC	ILM	MINT	PSL	SICT
BGC	DUSIT	IND	MONO	PTG	SIRI

SIS	TFMAMA	TSTH						
SITHAI	THANA	TTA						
SMPC	THANI	TTB						
SNC	THCOM	TTCL						
SONIC	THG	TTW						
SORKON	THIP	TU						
SPALI	THRE	TVDH						
SPI	THREL	TVI						
SPRC	TIPCO	TVO						
SPVI	TISCO	TWPC						
SSC	TK	U						
SSSC	TKN	UAC						
SST	TKS	UBIS						
STA	TKT	UPOIC						
STEC	TMILL	UV						
STGT	TMT	VCOM						
STI	TNDT	VGI						
SUN	TNITY	VIH						
SUSCO	TOA	WACOAL						
SUTHA	TOP	WAVE						
SVI	TPBI	WHA						
SYMC	TQM	WHAUP						
SYNTEC	TRC	WICE						
TACC	TRUE	WINNER						
TASCO	TSC	XPG						
TCAP	TSR	ZEN						
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	WIIK
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	TPIPL	
BA	CV	IMH	MEGA	PIN	SAMCO	SSP	TPIPP	
BC	CWT	INET	META	PJW	SANKO	STANLY	TPLAS	

A	BSBM	EMC	JMART	MORE	RAM	SVH	TTI
A5	BTNC	EP	JSP	MPIC	ROCK	PTECH	TYCN
AI	CAZ	EVER	JUBILE	MUD	RP	TC	UMS
ALL	CCP	F&D	KASET	NC	RPH	TCCC	UNIQ
ALPHAX	CGD	FMT	KCM	NEWS	RSP	TCJ	UPA
AMC	CMAN	GIFT	KWI	NFC	SIMAT	TEAM	UREKA
APP	CMO	GLOCON	KYE	NSL	SISB	THE	VARO
AQ	CMR	GLORY	LEE	NV	SK	THMUI	W
AU	CPANEL	GREEN	LPH	PAF	SOLAR	TKC	WFX
B52	CPT	GSC	MATI	PEACE	SPACK	TNH	WPH
BEAUTY	CSR	HL	M-CHAI	PF	SPG	TNPC	YGG
BGT	CTW	HTECH	MCS	PK	SQ	TOPP	
BLAND	D	IHL	MDX	PPM	STARK	TPCH	
BM	DCON	INOX	MENA	PRAKIT	STECH	TPOLY	
BROCK	EKH	JAK	MJD	PTL	SUPER	TRUBB	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

Score Range	Number of Logo	Description
90-100	5	Excellent
80-89	4	Very Good
70-79	3	Good
60-69	2	Satisfactory
50-59	1	Pass
Lower than 50	No logo given	N/A

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2565 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Anti-Corruption Progress Indicator 2023

ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC									
AH	CI	ECF	ILM	KEX	NRF	SAK	TKN	VARO	
ALT	CPR	EKH	INOX	KUMWEL	NUSA	SIS	TMD	VCOM	
APCO	CPW	ETC	J	LDC	OR	SSS	TMI	VIBHA	
ASW	DDD	EVER	JMART	MEGA	PIMO	STECH	TQM	W	
B52	DHOUSE	FLOYD	JMT	NCAP	PLE	SUPER	TRT	WIN	
CHG	DOHOME	GLOBAL	JTS	NOVA	RS	SVT	TSI		
ได้รับการรับรอง CAC									
2S	BGC	DIMET	HENG	LHK	PAP	QH	SORKON	TIPCO	UOBKH
7UP	BGRIM	DRT	HMPRO	LPN	PATO	QLT	SPACK	TISCO	UPF
ADVANC	BKI	DUSIT	HTC	LRH	PB	QTC	SPALI	TKS	UV
AF	BLA	EA	ICC	M	PCSGH	RATCH	SPC	TKT	VGI
AI	BPP	EASTW	ICHI	MAJOR	PDG	RML	SPI	TMILL	VIH
AIE	BROOK	EGCO	IFS	MAKRO	PDJ	RWI	SPRC	TMT	WACOAL
AIRA	BRR	EP	III	MALEE	PG	S&J	SRICHA	TNITY	WHA
AJ	BSBM	EPG	ILINK	MATCH	PHOL	SAAM	SSF	TNL	WHAUP
AKP	BTS	ERW	INET	MBAX	PK	SABINA	SSP	TNP	WICE
AMA	BWG	ESTAR	INSURE	MBK	PL	SAPPE	SSSC	TNR	WIIK
AMANAH	CEN	ETE	INTUCH	MC	PLANB	SAT	SST	TOG	XO
AMATA	CENTEL	FE	IRC	MCOT	PLANET	SC	STA	TOP	YUASA
AMATAV	CFRESH	FNS	IRPC	META	PLAT	SCB	STGT	TOPP	ZEN
AP	CGH	FPI	ITEL	MFC	PM	SCC	STOWER	TPA	ZIGA
APCS	CHEWA	FPT	IVL	MFEC	PPP	SCCC	SUSCO	TPCS	
AS	CHOTI	FSMART	JKN	MILL	PPPM	SCG	SVI	TPP	
ASIAN	CHOW	FSS	JR	MINT	PPS	SCGP	SYMC	TRU	
ASK	CIG	FTE	K	MONO	PR9	SCM	SYNTEC	TSC	
ASP	CIMBT	GBX	KASET	MOONG	PREB	SCN	TAE	TSTE	
AWC	CM	GC	KBANK	MSC	PRG	SEAOIL	TAKUNI	TSTH	
AYUD	CMC	GCAP	KBS	MST	PRINC	SE-ED	TASCO	TTA	
B	COM7	GEL	KCAR	MTC	PRM	SELIC	TCAP	TTB	
BAFS	COTTO	GFPT	KCE	MTI	PROS	SENA	TCMC	TTCL	
BAM	CPALL	GGC	KGI	NBC	PSH	SGP	TFG	TU	
BANPU	CPF	GJS	KKP	NEP	PSL	SINGER	TFI	TVDH	
BAY	CPI	GPI	KSL	NINE	PSTC	SIRI	TFMAMA	TVI	
BBL	CPL	GPSC	KTB	NKI	PT	SITHAI	TGH	TVO	
BCH	CPN	GSTEEL	KTC	NOBLE	PTG	SKR	THANI	TWPC	
BCP	CRC	GULF	KWI	NOK	PTT	SMIT	THCOM	U	
BCPG	CSC	GUNKUL	L&E	NWR	PTTEP	SMK	THIP	UBE	
BE8	DCC	HANA	LANNA	OCC	PTTGC	SMPC	THRE	UBIS	
BEC	DELTA	HARN	LH	OGC	PYLON	SNC	THREL	UEC	
BEYOND	DEMCO	HEMP	LHFG	ORI	Q-CON	SNP	TIDLOR	UKEM	
N/A									
3K-BAT	BH	CSP	HPF	M-CHAI	MACO	ONEE	SABUY	STGT	TPRIME
A	BIG	CSR	HTECH	MCS	MAJOR	OR	SAFARI	STHAI	TQM
AAI	BIOTEC	CSS	HUMAN	MDX	MANRIN	OSP	SAK	STI	TR
AAV	BIZ	CTARAF	HYDROGEN	MEGA	MATI	PACE	SAM	STPI	TRC
ACC	BJC	CTW	IFEC	MENA	MAX	PAF	SAMART	SUC	TRITN
ACE	BJCHI	CV	IHL	METCO	M-CHAI	PCC	SAMCO	SUN	TRUBB
ACG	BKD	CWT	III	MGT	MCS	PEACE	SAMTEL	SUPER	TSE
AEONTS	BKKCP	DCON	ILM	MICRO	MDX	PERM	SAUCE	SUPEREIF	TSI
AFC	BLAND	DDD	IMPACT	MIDA	MEGA	PF	SAWAD	SUTHA	TSR
AGE	BLISS	DIF	INETREIT	MITSIB	MENA	PIN	SAWANG	SVOA	TTI
AH	BOFFICE	DMT	INGRS	MJD	METCO	PLE	SCAP	SVT	TTLPF
AHC	BR	DOHOME	INOX	MK	MICRO	PLUS	SCI	SYNEX	TTT
AIMCG	BRI	DREIT	INSET	ML	MIDA	PMTA	SCP	TC	TTW
AIMIRT	BROCK	DTCENT	IT	MODERN	M-II	POLAR	SDC	TCC	TU-PF
AIT	BRRGIF	DTCI	ITC	MORE	MIPF	POLY	SEAFCO	TCCC	TWP
AJA	BTG	EASON	ITD	MPIC	MIT	POMPUI	SFLEX	TCJ	TWZ
AKR	BTNC	EE	J	MUD	MJD	POPF	SFP	TCOAT	TYCN
ALLA	BTSGIF	EGATIF	JAS	MVP	MJLF	PORT	SGC	TEAM	UAC
ALLY	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	TFFIF	UPOIC
AMATAR	CCET	ETC	JMART	NER	MNRF	PRIME	SIRIP	TFM	URBNPF
AMC	CCP	EVER	JMT	NETBAY	MODERN	PRIN	SIS	TGE	UTP
AMR	CGD	F&D	JTS	NEW	MOSHI	PRO	SISB	TGPRO	UVAN
ANAN	CH	FANCY	JWD	NEWS	M-PAT	PROSPECT	SKE	TH	VARO
AOT	CHARAN	FMT	KAMART	NEX	MPIC	PTL	SKN	THAI	VIBHA
APCO	CHAYO	FN	KBSPIF	NFC	M-STOR	QHHR	SKY	THE	VNG
APEX	CHG	FORTH	KC	NPK	NC	QHOP	SLP	THG	VPO
APURE	CI	FTI	KDH	NSL	NCAP	QHPF	SM	THL	VRANDA
AQ	CITY	FTREIT	KEX	KKC	NCH	RAM	SMT	TIF1	W
ASAP	CIVIL	FUTUREPF	KIAT	KPNPF	NER	RBF	SNNP	TIPH	WAVE
ASEFA	CK	GAHREIT	KISS	KTBSTMR	NEW	RCL	SO	TK	WFX
ASIA	CKP	GENCO	KWM	KTIS	NEX	RICHY	SOLAR	TKC	WGE
ASIMAR	CMAN	GIFT	KYE	KWC	NFC	RJH	SPCG	TKN	WHABT
ASW	CMR	GL	LALIN	KYE	NNCL	ROCK	SPG	TLHPF	WHAIR
AURA	CNT	GLAND	LEE	LALIN	NOVA	ROH	SPRIME	TLI	WHART
B52	CPH	GLOBAL	LEO	LEE	NRF	ROJNA	SQ	TMD	WIN
BA	CPL	GLOCON	LIT	LHHOTEL	NSL	RPC	SRIPANWA	TNPC	WORK
BAREIT	CPNCG	GRAMMY	LOXLEY	LHPF	NTV	RPH	SSC	TNPF	WORLD
BBGI	CPNREIT	GRAND	LPH	LHSC	NUSA	RS	SSPF	TOA	WP
BCT	CPT	GREEN	LST	LOXLEY	NV	RSP	SSTRT	TPAC	WPH
BDMS	CPTGF	GROREIT	MACO	LPF	NVD	RT	STANLY	TPBI	XPG
BEAUTY	CPW	GVREIT	MANRIN	LPH	NYT	S	STARK	TPIPL	
BEC	CRANE	GYT	MATI	LST	OHTL	S11	STEC	TPIPP	
BEM	CRC	HFT	MAX	LUXF	OISHI	SA	STECH	TPOLY	

Source : Thai Institute of Directors

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

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC