

TRUE Corp (TRUE TB)

กำไรหลัก 1Q67 เป็นบวกเป็นไตรมาสแรก

คงคำแนะนำ ชื้อ จากแนวโน้มกำไรที่แข็งแกร่ง

เรายังคงคำแนะนำ ชื้อ TRUE เนื่องจากมีโมเมนตัมกำไรไตรมาสที่แข็งแกร่ง โดยกำไรหลักไตรมาส 1/67 ดีกว่าคาดที่ 768 ล้านบาท และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 1.3 พัน ลบ. ใน 2Q67 ขณะที่หุ้นยังราคาถูก โดย TRUE ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 67 ที่ 7.3 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของผู้ให้บริการโทรคมนาคมในอาเซียนที่ 7.7 เท่า ถึง 5% แม้ว่าจะมี EBITDA เติบโตแข็งแกร่งกว่าที่ 8% CAGR ในช่วง 2 ปีข้างหน้า (เทียบกับค่าเฉลี่ยของผู้ให้บริการโทรคมนาคมในอาเซียนที่ 5%) เราเพิ่มราคาเป้าหมายอิงวิธี DCF เป็น 9.20 บาท จาก 9.00 บาท หลังจากเพิ่มประมาณการ EBITDA ปี 67-69 ขึ้น 1%

กำไรหลักไตรมาส 1/67 พุ่งแตะ 768 ลบ. สูงกว่าคาด

กำไรหลักไตรมาส 1/67 อยู่ที่ 768 ลบ. เทียบกับขาดทุนหลัก 1.7 พัน ลบ. ในไตรมาส 1/66 และขาดทุนหลัก 1.0 พัน ลบ. ในไตรมาส 4/66 กำไรไตรมาส 1/67 ดีกว่าที่เราคาดไว้ว่า TRUE จะขาดทุน 200 ลบ. และตลาดคาดว่าจะขาดทุน 380 ลบ. เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่ำกว่าคาด (-26% YoY, -9% QoQ) โดยค่าใช้จ่าย SG&A ที่ลดลง QoQ ได้แรงหนุนจากค่าคอมมิชชั่น ค่าใช้จ่ายทางการตลาด และตั้งสำรองหนี้สูญที่ลดลง ขณะที่รายได้จากบริการหลัก 1Q67 เพิ่มขึ้น +6% YoY และ +2% QoQ สอดคล้องกับประมาณการ ส่วนรายได้จากรูทติ้งมือถือ/อินเทอร์เน็ตบ้าน/Pay-TV เพิ่มขึ้น 1%/3%/24% QoQ ตามลำดับ

คาดการณ์กำไรหลัก 2Q67 เพิ่มขึ้น 1.3 พัน ลบ.

EBITDA ไตรมาส 1/67 อยู่ที่ 2.36 หมื่น ลบ. (+21% YoY, +5% QoQ) เพิ่มขึ้น YoY ที่ 4.2 พัน ลบ. ซึ่งการเติบโต 2.0 พัน ลบ. มาจาก Synergy ซึ่งการประหยัดต้นทุนดังกล่าวส่งผลบวกต่อ EBITDA มูลค่า 2.0 พัน ลบ. ในช่วง 4 ไตรมาสที่ผ่านมา แสดงว่า TRUE สร้าง synergy ได้เพิ่มเติม 500 ลบ./ไตรมาส ทั้งนี้ บนสมมติฐานรายได้เติบโต 0% QoQ และผลลบจาก Synergy ที่เพิ่มขึ้น 500 ลบ. กำไรหลัก 2Q67 น่าจะอยู่ที่ 1.3 พัน ลบ. เราคาดว่าค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานธุรกิจจะลดลงในไตรมาสต่อไป อันเป็นผลจากการลดจำนวนเสาสูง ลดค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการ และลดค่าใช้จ่ายด้านการตลาด

เพิ่มประมาณการกำไรหลักปี 67 เป็น 5.0 พัน ลบ. จาก 4.2 พัน ลบ.

เราเพิ่มประมาณการกำไรหลักปี 67 เป็น 5.0 พัน ลบ. จาก 4.2 พัน ลบ. หลังจากเพิ่มประมาณการรายได้จากบริการหลักขึ้น 1% และลดอัตราส่วน SG&A ต่อรายได้ลง 1% โดยประมาณการใหม่ปี 67 ของเราสะท้อนรายได้ที่จะเติบโต 3.5% (TRUE ตั้งเป้าที่ 3-4%) และการเติบโตของ EBITDA ที่ 10.2% (TRUE ตั้งเป้าที่ 9-11%)

FYE Dec (THB m)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue	215,070	202,856	207,536	208,487	209,292
EBITDA	82,790	85,735	94,500	99,342	103,426
Core net profit	3,125	(6,906)	5,045	11,451	15,398
Core EPS (THB)	0.09	(0.20)	0.15	0.33	0.45
Core EPS growth (%)	(67.5)	nm	nm	127.0	34.5
Net DPS (THB)	0.13	0.00	0.00	0.12	0.22
Core P/E (x)	53.5	nm	55.8	24.6	18.3
P/BV (x)	1.7	2.0	3.3	3.0	2.7
Net dividend yield (%)	2.6	0.0	0.0	1.5	2.7
ROAE (%)	(4.9)	(17.0)	0.1	9.4	15.4
ROAA (%)	0.4	(0.9)	0.7	1.6	2.3
EV/EBITDA (x)	7.2	7.1	7.3	6.8	6.2
Net gearing (%) (incl perps)	324.5	385.0	376.0	328.7	273.1
Consensus net profit	-	-	1,449	6,412	12,791
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(96.9)	31.8	20.4

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

BUY

Share Price THB 8.15
12m Price Target THB 9.20 (+13%)
Previous Price Target THB 9.00

Company Description

TRUE, a merger of TRUEE and DTAC, is the largest telecom operator in Thailand with 52m mobile subscribers and 3.8m FBB subscribers at the end of 2023.

Statistics

52w high/low (THB)	8.30/5.05
3m avg turnover (USDm)	15.7
Free float (%)	73.6
Issued shares (m)	34,552
Market capitalisation	THB281.6B USD7.7B

Major shareholders:

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

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	2	27	2
Relative to index (%)	2	30	14

Source: FactSet

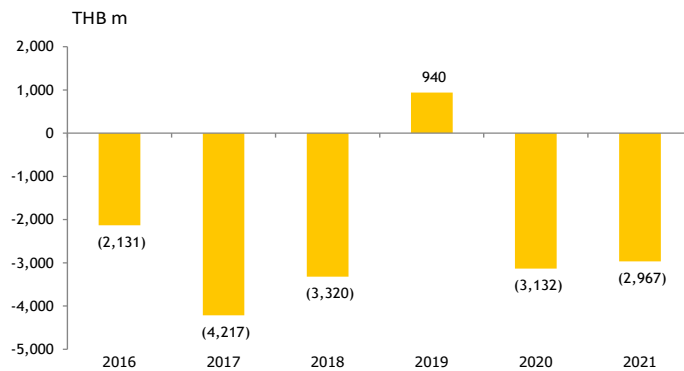
ESG@MAYBANK IBG

Tear Sheet Insert

Value Proposition

- TRUE offers an array of telecom services. Its 5G service was launched in Oct 2020 to help lift post-paid ARPU.
- Like other operators, TRUE is trying to move subscribers to smartphones & higher spectrums and offer bundled services.
- No. 1 mobile operator, with 51m mobile subscribers as of end-2Q23.
- TRUE aims to turn profitable in FY24E.

Core net profit/(loss)

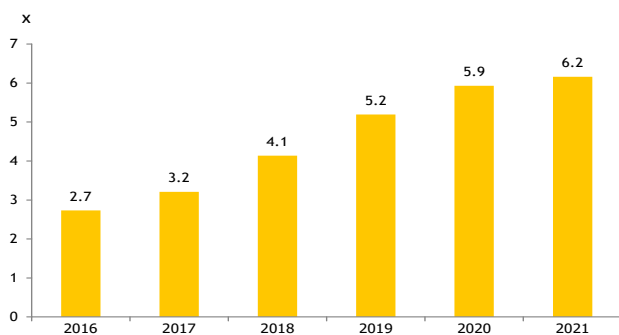


Source: Company

Financial Metrics

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

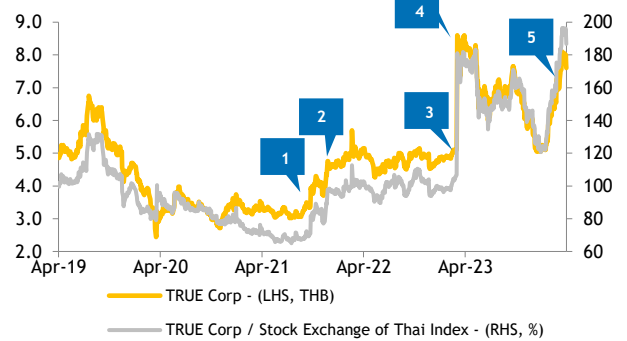
Net-debt-to-EBITDA ratio (pre-TFRS16 accounting)



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



Source: Company, MST

- In mid-2021, news outlets reported that the old True Corporation (TRUEE TB, de-listed) was considering buying Total Access Communication (DTAC TB, de-listed).
- In Nov 2021, TRUEE officially announced that it planned to merge with DTAC via a share swap.
- TRUEE and DTAC were de-listed from the Stock Exchange of Thailand (SET) on 1 Mar 2023.
- The merged entity, True Corporation (TRUE TB), was formed on 1 Mar 2023 and listed in the SET on 3 Mar 2024.
- Share price rose on strong 4Q23 results, and the management guidance of 2024 positive core profit.

Swing Factors

Upside

- Easing of mobile competition.

Downside

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

Risk Rating & Score ¹	21.1 Medium Risk
Score Momentum ²	n/a
Last Updated	27 Apr 2024
Controversy Score ³ (Updated: 6 May 2024)	Category 1 - Low

Business Model & Industry Issues

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

Material E issues

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

Material S issues

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

Key G metrics and issues

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

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

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

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

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

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

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

1. Strong 1Q24 profit thanks to revenue growth and synergy delivery

1.1 1Q24 core profit of THB768m beat forecasts

1Q24 net loss was THB769m Excluding THB1.5b impairment of redundant network assets and THB34m FX gain, 1Q24 core profit was THB768m, better than core losses of THB1.7b in 1Q23 and THB1.0b in 4Q23. The core profit beat our forecast (THB200m loss) and the consensus (THB380m loss) thanks to lower-than-expected SG&A expenses (-26% YoY, -9% QoQ). The QoQ drop in SG&A stemmed from lower commission payments, marketing expenses and bad debt provision. Other costs of services (-7% YoY, -1% QoQ) and D&A expenses (+9% YoY, -2% QoQ) were also slightly lower than our forecasts.

Fig 1: 1Q24 core profit was THB768m, better than core losses of THB1.7b in 1Q23 and THB1.0b in 4Q23

THB m	1Q23	4Q23	1Q24	YoY	QoQ	2024E	YoY	1Q24 as of % of FY24E
Revenue from mobile unit	31,019	32,270	32,490	4.7%	0.7%	129,911	3.2%	25.0%
Revenue from broadband Internet	5,752	6,057	6,206	7.9%	2.5%	25,070	6.0%	24.8%
Revenue from pay-TV unit	1,665	1,418	1,757	5.5%	23.9%	6,135	-2.8%	28.6%
Other revenue	549	904	815	48.5%	-9.8%	3,195	12.5%	25.5%
Service revenue ex. IC	38,985	40,649	41,268	5.9%	1.5%	164,311	3.5%	25.1%
IC revenue	1,549	343	266	-82.8%	-22.4%	1,064	-59.3%	25.0%
Service revenue	40,534	40,992	41,534	2.5%	1.3%	165,375	2.5%	25.1%
Product sale	5,740	6,274	4,756	-17.1%	-24.2%	21,628	3.0%	22.0%
Network rental income	5,188	5,082	5,056	-2.5%	-0.5%	20,533	0.0%	24.6%
Total revenue	51,462	52,348	51,346	-0.2%	-1.9%	207,536	2.3%	24.7%
Regulatory cost	(1,070)	(1,112)	(1,211)	13.2%	8.9%	(4,543)	3.5%	26.7%
Network opex and other costs of services	(16,794)	(15,393)	(15,272)	-9.1%	-0.8%	(45,514)	-1.0%	33.6%
IC cost	(392)	(396)	(335)	-14.5%	-15.4%	(1,264)	1259.1%	26.5%
Cost of sales	(6,000)	(6,504)	(5,077)	-15.4%	-21.9%	(22,933)	3.0%	22.1%
SG&A exp	(7,917)	(6,423)	(5,850)	-26.1%	-8.9%	(23,563)	-15.0%	24.8%
EBITDA	19,453	22,520	23,603	21.3%	4.8%	94,500	10.2%	25.0%
Normalised EBITDA	19,458	22,520	23,603	21.3%	4.8%	88,657	4.9%	26.6%
D&A exp	(16,169)	(18,000)	(17,641)	9.1%	-2.0%	(67,811)	-2.9%	26.0%
Operating profit	3,120	4,520	5,960	91.0%	31.9%	26,690	68.2%	22.3%
Interest exp	(4,624)	(5,042)	(5,012)	8.4%	-0.6%	(23,514)	0.9%	21.3%
Tax charge	(264)	229	(69)	-73.9%	-130.1%	(400)	-78.0%	17.3%
Share of profit from associates	716	(252)	690	-3.6%	-373.8%	2,270	22.8%	30.4%
Other income (exp)	901	(10,349)	(1,575)	-274.8%	-84.8%	(4,800)	-52.7%	32.8%
MI	3	(12)	(4)	-233.3%	-66.7%	-	-100.0%	#DIV/0!
FX gain loss	465	637	34	-92.7%	-94.7%	0	-100.0%	#DIV/0!
Core net profit / (loss)	(1,652)	(1,017)	768	-146.5%	-175.5%	5,045	-173.1%	15.2%
Non-recurring item	1,160	(10,262)	(1,537)	-232.5%	-85.0%	(5,000)	-43.1%	30.7%
Net profit / (loss)	(492)	(11,279)	(769)	56.3%	-93.2%	45	-100.3%	-1693.7%
Profitability ratios								
Gross margin - service revenue ex. IC	54.2%	59.4%	60.1%			69.5%		
Gross margin - product sale	-4.5%	-3.7%	-6.7%			-6.0%		
Normalised EBITDA margin	37.8%	43.0%	46.0%			42.7%		
SG&A to revenue	-15.4%	-12.3%	-11.4%			-11.4%		
Core net margin	-3.2%	-1.9%	1.5%			2.4%		
Net margin	-1.2%	-27.5%	-1.9%			0.0%		

Source: Company, MST

Fig 2: Operational statistics

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	YoY	QoQ
MOBILE BUSINESS							
Subscriber (m)							
Prepaid	34.72	35.39	35.71	36.32	35.78	3.1%	-1.5%
Postpaid	15.744	15.74	15.67	15.57	15.27	-3.0%	-1.9%
Subscriber (m)	50.46	51.12	51.37	51.89	51.06	1.2%	-1.6%
Net addition (m)							
Prepaid	0.70	0.67	0.32	0.609	(0.531)	-176.1%	-187.2%
Postpaid	(0.02)	(0.01)	(0.07)	(0.097)	(0.298)	1319.0%	207.2%
Net addition (m)	0.68	0.66	0.25	0.512	(0.829)	-222.5%	-261.9%
ARPU (THB)							
Prepaid	102	102	104	109	109	6.9%	0.0%
Postpaid	414	416	417	420	422	1.9%	0.5%
Blended ARPU (THB)	200	200	200	204	204	2.0%	0.0%
FBB BUSINESS							
FBB subscribers (m)	3.835	3.827	3.788	3.778	3.70	-3.5%	-2.0%
FBB net addition (m)	0.013	- 0.008	- 0.039	- 0.010	0.076	-684.6%	660.0%
FBB ARPU	463	475	477	494	506	9%	2%
PAY-TV BUSINESS							
PAY-TV subscribers (m)	1.447	1.415	1.401	1.371	1.339	-7.5%	-2.3%
PAY-TV net addition (m)	- 0.04	- 0.03	- 0.01	- 0.03	0.03	-17.9%	6.7%
PAY-TV ARPU	279	280	278	279	289	3.6%	3.6%

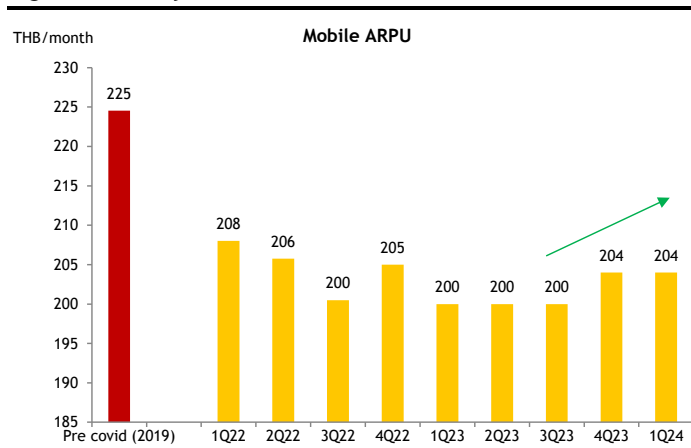
Source: Company, MST

1.2 All business units saw QoQ revenue growth

1Q24 core service revenue (+6% YoY, +2% QoQ) was in line; Mobile/FBB/Pay-TV revenues grew by 1%/3%/24% QoQ. Mobile/FBB/Pay-TV accounted for 79%/15%/4% of 1Q24 core service revenue.

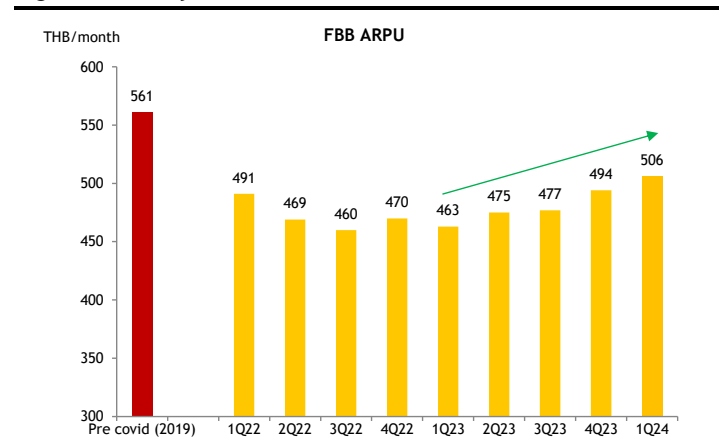
Mobile revenue (+4.7% YoY, +0.7% QoQ) was supported by THB204/mth ARPU (+2% YoY, flat QoQ). However, TRUE lost 829k subs due to the focus on prepaid subscribers and one-time clean-up of non-revenue generating postpaid subscribers. TRUE eliminated c.230k postpaid SIM cards from the postpaid subscriber base in 1Q24 because these SIM cards are for internal uses, and there have been no revenue recognition for their usages.

Fig 3: Quarterly mobile ARPU



Source: Company, MST

Fig 4: Quarterly mobile revenue



*Average quarterly revenue in 2019

Source: Company, MST

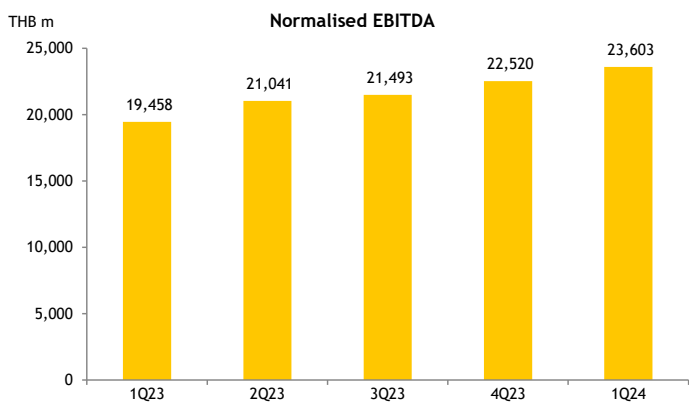
FBB revenue (+7.9% YoY, +2.5% QoQ) was supported by THB506/mth ARPU (+9% YoY, +2% QoQ). TRUE lost 7.6k FBB subscribers in 1Q24 mainly due to the subscriber clean-up. Excluding the clean-up impact, subscribers actually grew QoQ.

2. Expect 2Q24 core profit of THB1.3b

2.1 Synergy delivery to continue boosting profit

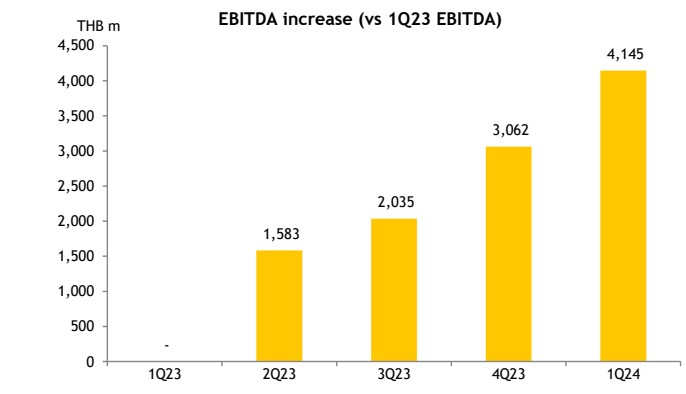
1Q24 EBITDA of THB23.6b (+21% YoY, +5% QoQ) implied a YoY increase of THB4.2b, of which THB2.0b came from synergy. Synergy delivery of THB2.0b over the course of four quarters means incremental benefit of THB500m per quarter. Assuming 0% QoQ revenue growth and the incremental synergy benefit of THB500m, 2Q24E core profit should be THB1.3b. Reduction of towers, admin costs and marketing expenses should continue to result in lower opex in the coming quarters.

Fig 5: Quarterly EBITDA



Source: Company, MST

Fig 6: 1Q24 EBITDA improved by THB4.2b from 1Q23 EBITDA. THB2.0b of the improvement came from synergy delivery.

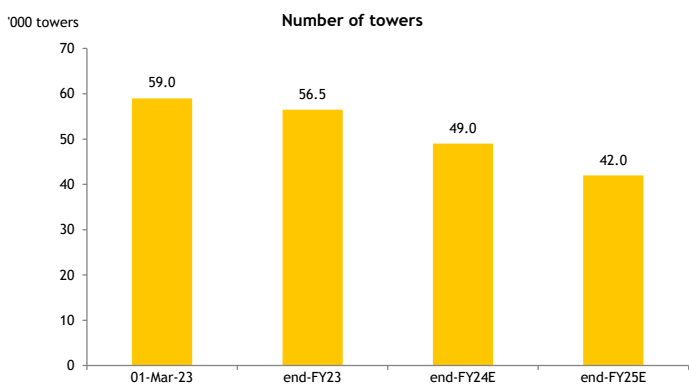


Source: Company, MST

2.2 Pace of tower reduction to pick up in 2Q24E

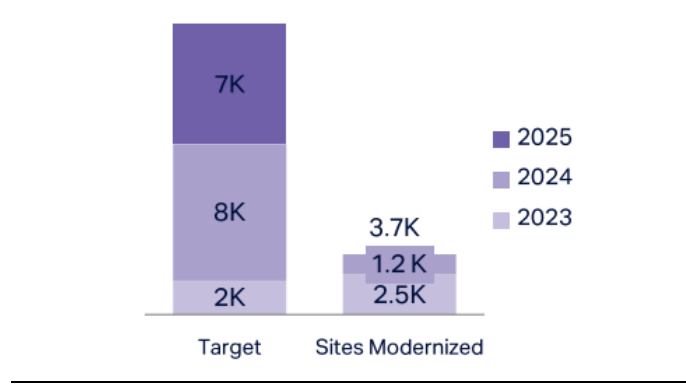
The pace of tower reduction slowed down from 2.5k in 4Q23 to 1.2k in 1Q24 as TRUE wants to make sure that the process of network integration does not cause a deterioration in network quality. Nevertheless, management has stated that the pace of reduction has already picked up in 2Q24E and hence it maintained the target of accumulated tower reduction of 10k by the end of 2024. Tower reductions and site modernisation should help reduce network opex and D&A expenses.

Fig 7: Number of towers



Source: Company, MST

Fig 8: Tower reduction (targets vs actual performances)



Source: Company, MST

3. Valuation and recommendation

3.1 Reiterate BUY on strong earnings momentum

We reiterate BUY on TRUE due to strong quarterly earnings momentum. TRUE showed better-than-expected 1Q24 core profit of THB768m in 1Q24, and we expect core profit to expand to THB1.3b. The valuation is also cheap as TRUE trades at FY24E EV/EBITDA of 7.3x, 5% lower than the ASEAN telcos' average of 7.7x despite having stronger 2-year EBITDA CAGR of 8% (vs ASEAN telcos' average of 5%). We raise our DCF-based TP to THB9.2 from THB9.0 after raising FY24-26E EBITDA by 1%.

Fig 9: Regional peer comparison

Ticker	Rating	Market price		Market Cap (USDm)	P/E (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)		ROA (%)		Yield (%)		2-year CAGR (FY23-25E)	
		(LC)	(LC)		FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	EBITDA CAGR (%)	Core EPS CAGR (%)
ADVANC TB	BUY	207.00	257.00	16,728	18.9	17.3	7.3	6.9	34.4	36.1	7.3	8.6	4.7	5.1	9.9	11.8
TRUE TB	BUY	8.15	9.20	7,651	55.8	24.6	7.3	6.8	nm	9.0	nm	1.7	0.0	1.5	7.6	na
THAILAND'S AVERAGE					37.4	20.9	7.3	6.8	34.4	22.5	7.3	5.1	2.3	3.3	8.7	11.8
CNVRG PM	BUY	8.76	14.30	1,114	6.6	5.6	4.4	3.8	18.6	18.6	8.5	9.2	3.4	4.6	11.8	15.0
GLO PM	BUY	1,760	2,480	4,442	12.5	12.0	nm	nm	14.3	11.5	3.5	3.5	6.1	6.1	4.0	6.1
TEL PM	BUY	1,340	1,978	5,066	8.4	8.3	5.0	4.9	19.9	18.8	4.9	4.8	7.2	7.4	4.1	2.1
PHILIPPINES' AVERAGE					9.1	8.7	4.7	4.3	17.6	16.3	5.6	5.8	5.6	6.0	6.6	7.7
NETLINK SP	BUY	0.86	0.97	2,469	31.4	30.5	13.7	13.3	4.1	4.4	2.7	2.8	6.2	6.2	-0.8	-2.7
ST SP	BUY	2.38	3.10	29,106	17.1	14.4	13.2	13.1	0.5	11.6	5.1	5.9	5.0	5.9	3.0	15.3
STH SP	BUY	1.18	1.44	1,502	12.1	10.8	5.8	5.9	27.3	27.8	5.5	6.1	6.0	6.3	5.1	12.1
SINGAPORE'S AVERAGE					20.2	18.6	10.9	10.8	10.7	14.6	4.4	4.9	5.7	6.1	2.4	8.3
EXCL IJ	BUY	2,480	3,200	2,030	23.8	18.1	4.3	4.1	6.2	7.3	1.4	1.8	1.9	2.3	5.5	33.0
ISAT IJ	BUY	10,625	11,500	5,342	18.8	15.4	4.7	4.1	13.1	14.3	3.8	4.5	1.3	1.6	8.3	0.3
TLKM IJ	BUY	3,160	5,000	19,521	10.5	9.7	4.3	3.9	19.6	19.4	9.7	9.9	5.6	5.7	8.8	9.0
TBIG IJ	Not rated	1,925	NA	2,720	26.8	24.7	12.5	12.0	13.7	14.0	3.6	3.8	2.3	2.5	2.3	6.6
INDONESIA'S AVERAGE					20.0	17.0	6.4	6.0	13.1	13.7	4.6	5.0	2.8	3.0	6.2	12.2
AXIATA MK	BUY	2.88	3.50	5,577	37.8	20.8	6.0	5.8	3.2	5.7	0.9	1.6	3.5	3.5	3.7	53.1
CDB MK	HOLD	4.09	4.50	10,118	30.4	20.2	10.2	9.6	9.6	14.2	4.3	6.5	3.1	4.5	3.7	23.6
TDC MK	HOLD	5.16	5.60	2,012	20.7	19.8	11.4	11.1	11.2	11.7	8.5	8.7	4.8	5.0	4.2	8.6
T MK	BUY	6.27	6.80	5,074	15.8	14.7	5.5	5.3	15.3	15.2	6.4	6.7	3.2	3.4	2.3	-7.6
MALAYSIA'S AVERAGE					26.2	18.9	8.3	7.9	9.8	11.7	5.0	5.9	3.6	4.1	3.5	19.4
ASEAN telcos' average					21.7	16.7	7.7	7.4	14.1	15.0	5.1	5.4	4.0	4.5	5.2	12.4

Source: Company, MST

3.2 Raise FY24-26E core profit

We raise FY24E core profit to THB5.0b from THB4.2b after raising core service revenue by 1% and trimming our SG&A-to-revenue ratio by 1%. Our new FY24 forecasts imply 3.5% revenue increase (TRUE's target of 3-4%) and 10.2% EBITDA growth (TRUE's target of 9-11%). We also raise FY25/26E core profit by 5%/4% after fine-tuning revenue and SG&A expenses.

Fig 10: Changes in earnings forecasts

	Actual	Current			Previous			Changes		
	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Service revenue	158,700	164,311	167,176	170,937	162,713	166,466	170,202	1.0%	0.4%	0.4%
Mobile	125,894	129,911	131,565	134,385	129,450	131,980	134,812	0.4%	-0.3%	-0.3%
Fixed broadband	23,655	25,070	25,960	26,881	24,297	25,159	26,052	3.2%	3.2%	3.2%
Pay TV and entertainment	6,311	6,135	6,360	6,282	6,041	6,314	6,235	1.6%	0.7%	0.8%
Digital services and others	2,840	3,195	3,291	3,389	2,925	3,013	3,103	9.2%	9.2%	9.2%
Total revenue	202,856	207,536	208,487	209,292	206,356	208,187	208,958	0.6%	0.1%	0.2%
SG&A, excluding D&A	27,721	23,563	22,579	23,109	23,783	23,108	23,819	-0.9%	-2.3%	-3.0%
EBITDA	85,735	94,500	99,342	103,426	93,221	98,681	102,734	1.4%	0.7%	0.7%
EBITDA margin (%)	42.3%	45.5%	47.6%	49.4%	45.2%	47.4%	49.2%	0.8%	0.5%	0.5%
D&A expenses	69,866	67,811	65,783	65,574	67,811	65,789	65,572	0.0%	0.0%	0.0%
Interest expenses on ITB debt	15,619	16,322	15,929	14,794	16,322	15,929	14,794	0.0%	0.0%	0.0%
Core net profit/(loss)	-6,906	5,045	11,451	15,398	4,166	10,916	14,844	21.1%	4.9%	3.7%
Net profit/(loss)	-15,689	45	8,451	15,398	-834	7,916	14,844	-105.4%	6.8%	3.7%

Source: Company, MST

Fig 11: TRUE's guidance vs MST's forecasts

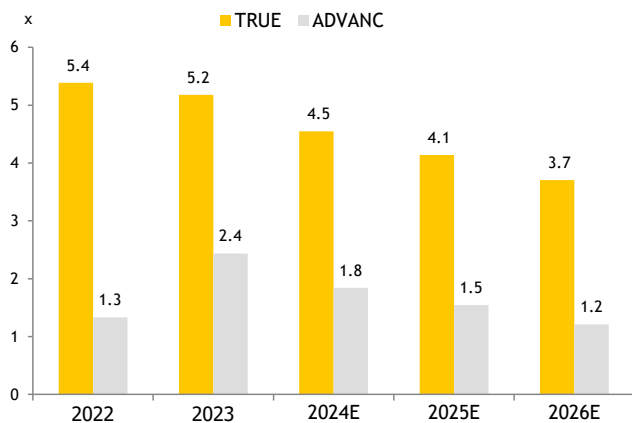
	TRUE's guidance	MST forecasts
Core service revenue growth	3-4%	3.5%
EBITDA growth	9-11%	10.2%
Network capex (accrual basis)	THB30b	THB30b

Source: Company, MST

3.3 High amount of debt is the key risk

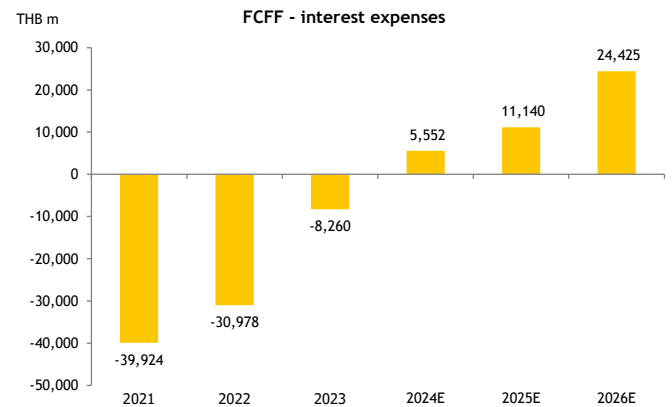
TRUE ended 1Q24 with 5.0x net-debt-to-EBITDA ratio and THB367b interest-bearing debt. Maturity timetable shows that THB57b of debt will be due in the remainder of 2024 and THB136b debts will be due in 2025. Also, 82% of the debt is bonds, so TRUE will have to depend on the kindness of the bond buyers to stay in business. We expect TRUE to generate free cash flows to firm (after interest payment) of THB5.5b in FY24E and THB11.1b in FY25E, implying that most of the debt will have to be refinanced over the next two years.

Fig 12: Net-deb-to-EBITDA ratio (TRUE vs ADVANC)



Source: Company, MST

Fig 13: TRUE's free cashflow to firm after interest expenses (based on MST's forecasts)



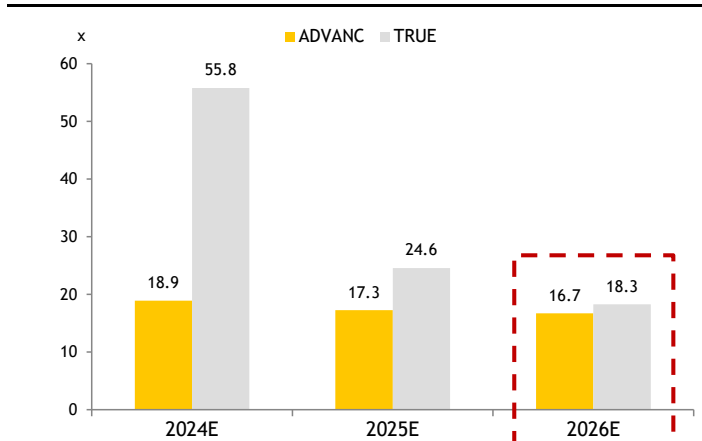
Source: Company, MST

Nevertheless, TRUE is trying to reduce the risk of depending too much on Thailand's bond market by start taking out Japanese-Yen loans from Japanese bank(s); the company just obtained a USD700m credit facility from Japanese bank(s) and plans to start drawing down the loan in the coming months.

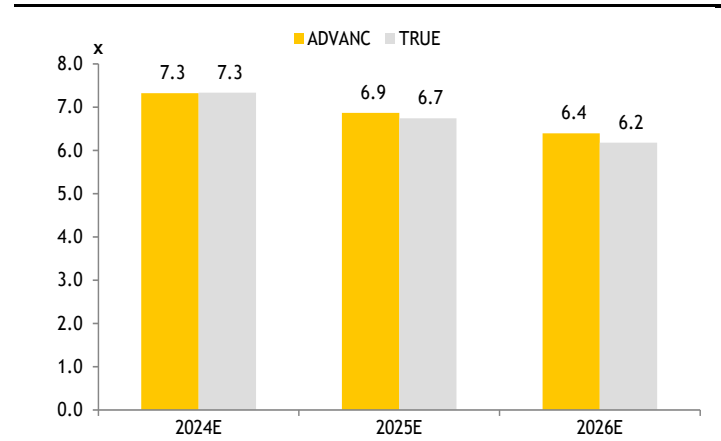
Fig 14: We have a DCF-based target price of THB9.2 for TRUE (7.7% WACC, 2.0% terminal growth)

Unit: THB m	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
Cashflow from operating activities (before interest expenses)	4,098	5,747	508	1,229	774	274	443	
Repayment for lease liabilities	- 18,009	- 17,021	- 16,647	- 17,749	- 18,414	- 19,059	- 19,476	
Net cashflow from operating activities	74,313	81,048	81,930	82,056	82,166	81,247	81,273	
CAPEX								
PPE	- 33,915	- 32,775	- 27,350	- 27,808	- 28,255	- 28,706	- 29,158	
Spectrum instalment	- 14,943	- 17,623	- 11,781	- 9,994	- 6,198	- 6,198	- 8,878	
Other intangible assets (i.e. digital platforms)	- 1,500	- 1,500	- 1,500	- 1,500	- 1,500	- 1,500	- 1,500	
Total capex	- 50,358	- 51,898	- 40,631	- 39,301	- 35,953	- 36,403	- 39,537	
FCFF	23,955	29,150	41,299	42,755	46,213	44,844	41,737	Terminal value
								731,542
		1	2	3	4	5	6	7
Present value of FCFF		27,065	35,601	34,220	34,341	30,940	26,736	435,091
Sum of PV of FCFF	623,994							
Net debt at end-FY24E	323,701							
Equity value	300,293							
20.56% stake in DIF (after 20% discount)	17,487							
Equity value of New Co pluses 20.56% stake in DIF	317,780							
# of shares	34,552							
New Co's fair value (THB per New Co share)	9.20			WACC	7.7%			
TRUE's market price (THB/sh)	8.15			Terminal growth	2.0%			
Upside/(downside) to TP	12.9%							

Source: Company, MST

Fig 15: ADVANC's FY26E P/E ratio of 16.7x is 9% lower than TRUE's FY26E ratio of 18.3x


Source: Company, MST

Fig 16: ADVANC and TRUE are trading at similar levels of EV/EBITDA in FY24-26E


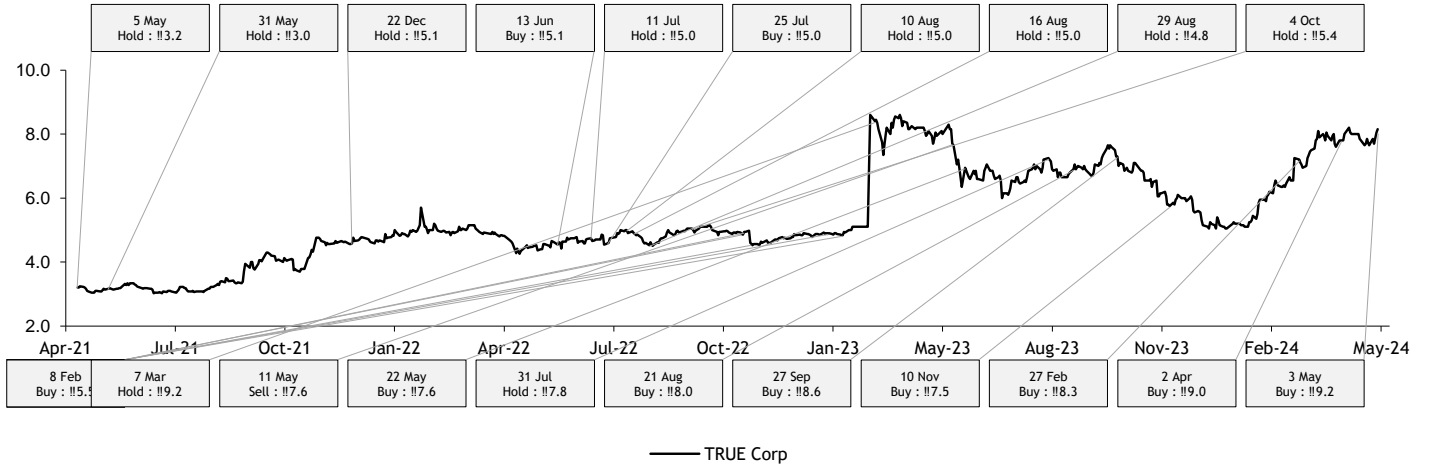
Source: Company, MST

FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	nm	nm	nm	33.3	18.3
Core P/E (x)	53.5	nm	55.8	24.6	18.3
P/BV (x)	1.7	2.0	3.3	3.0	2.7
P/NTA (x)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Net dividend yield (%)	2.6	0.0	0.0	1.5	2.7
FCF yield (%)	18.1	25.4	20.7	23.2	25.3
EV/EBITDA (x)	7.2	7.1	7.3	6.8	6.2
EV/EBIT (x)	31.2	38.2	26.0	20.0	16.9
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	215,070.0	202,856.0	207,536.4	208,486.9	209,291.5
EBITDA	82,790.0	85,735.0	94,500.4	99,342.1	103,426.1
Depreciation	(63,718.0)	(69,866.0)	(67,810.9)	(65,783.0)	(65,574.0)
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	19,072.0	15,869.0	26,689.5	33,559.1	37,852.1
Net interest income / (exp)	(22,216.0)	(23,300.0)	(23,513.9)	(22,839.7)	(21,455.2)
Associates & JV	2,426.0	1,848.0	2,269.8	2,275.6	2,280.3
Exceptionals	0.0	2,088.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	(2,901.0)	(10,312.0)	(5,000.0)	(3,000.0)	0.0
Pretax profit	(3,619.0)	(13,807.0)	445.4	9,995.1	18,677.1
Income tax	(1,399.0)	(1,818.0)	(400.0)	(1,543.9)	(3,279.4)
Minorities	(109.0)	(64.0)	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	(5,127.0)	(15,689.0)	45.4	8,451.2	15,397.8
Core net profit	3,124.8	(6,906.0)	5,045.4	11,451.2	15,397.8
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	32,662.4	33,579.8	36,127.1	36,709.5	35,841.6
Accounts receivable	59,422.1	51,793.6	52,988.7	53,231.4	53,436.8
Inventory	2,323.5	2,281.1	1,937.6	1,995.7	2,005.5
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	223,956.3	222,628.4	216,873.0	213,238.5	211,601.9
Intangible assets	158,518.9	142,849.5	125,671.7	108,810.9	108,780.6
Investment in Associates & JVs	21,929.2	21,711.0	21,985.3	22,295.0	22,642.0
Other assets	294,879.7	269,878.4	258,744.4	248,894.5	239,959.1
Total assets	793,692.3	744,721.9	714,327.6	685,175.4	674,267.5
ST interest bearing debt	91,784.8	79,721.0	74,721.0	64,721.0	54,721.0
Accounts payable	116,581.8	101,386.8	100,052.3	92,943.4	92,156.2
LT interest bearing debt	261,913.4	285,501.0	285,501.0	283,000.0	270,000.0
Other liabilities	224,470.0	191,973.0	167,867.0	149,897.0	151,604.0
Total Liabilities	694,750.3	658,581.3	628,141.7	590,561.0	568,481.0
Shareholders Equity	98,517.4	85,779.1	85,824.5	94,252.9	105,425.1
Minority Interest	424.6	361.4	361.4	361.4	361.4
Total shareholder equity	98,942.0	86,140.5	86,185.9	94,614.4	105,786.5
Total liabilities and equity	793,692.3	744,721.9	714,327.6	685,175.4	674,267.5
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	(3,619.0)	(13,807.0)	445.4	9,995.1	18,677.1
Depreciation & amortisation	63,718.0	69,866.0	67,810.9	65,783.0	65,574.0
Adj net interest (income)/exp	21,609.0	25,401.9	23,513.9	22,839.7	21,455.2
Change in working capital	(5,100.4)	612.3	221.2	2,270.5	(1,570.2)
Cash taxes paid	(3,911.5)	(1,818.0)	(400.0)	(1,543.9)	(3,279.4)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	81,655.4	88,223.4	92,321.7	98,068.7	98,576.5
Capex	(51,372.6)	(43,943.3)	(33,915.0)	(32,775.0)	(27,349.9)
Free cash flow	30,282.8	44,280.1	58,406.7	65,293.7	71,226.5
Dividends paid	(6,832.7)	(2,336.0)	0.0	(22.7)	(4,225.6)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	37,858.4	11,523.7	(5,000.0)	(12,501.0)	(23,000.0)
Other invest/financing cash flow	(54,185.0)	(52,550.1)	(50,859.4)	(52,187.6)	(44,868.8)
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	7,123.5	917.7	2,547.3	582.4	(867.9)

FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	(4.0)	(5.7)	2.3	0.5	0.4
EBITDA growth	(4.9)	3.6	10.2	5.1	4.1
EBIT growth	(33.5)	(16.8)	68.2	25.7	12.8
Pretax growth	nm	nm	nm	2,144.0	86.9
Reported net profit growth	nm	nm	nm	18,513.7	82.2
Core net profit growth	(67.5)	nm	nm	127.0	34.5
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	38.5	42.3	45.5	47.6	49.4
EBIT margin	8.9	7.8	12.9	16.1	18.1
Pretax profit margin	nm	nm	0.2	4.8	8.9
Payout ratio	nm	0.0	50.0	50.0	50.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	nm	nm	0.0	4.1	7.4
Revenue/Assets (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Assets/Equity (x)	8.1	8.7	8.3	7.3	6.4
ROAE (%)	(4.9)	(17.0)	0.1	9.4	15.4
ROAA (%)	0.4	(0.9)	0.7	1.6	2.3
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	(156.5)	(142.2)	(134.5)	(131.4)	(127.7)
Days receivable outstanding	102.6	98.7	90.9	91.7	91.7
Days inventory outstanding	5.5	5.2	4.8	4.6	4.8
Days payables outstanding	264.6	246.1	230.2	227.7	224.3
Dividend cover (x)	(1.2)	nm	2.0	2.0	2.0
Current ratio (x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
Net gearing (%) (incl perps)	324.5	385.0	376.0	328.7	273.1
Net gearing (%) (excl. perps)	324.5	385.0	376.0	328.7	273.1
Net interest cover (x)	0.9	0.7	1.1	1.5	1.8
Debt/EBITDA (x)	4.3	4.3	3.8	3.5	3.1
Capex/revenue (%)	23.9	21.7	16.3	15.7	13.1
Net debt/ (net cash)	321,035.8	331,642.2	324,094.9	311,011.4	288,879.3

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: TRUE Corp (TRUE TB)



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

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

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีคุณภาพเชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของการความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณจึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง 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

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

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต 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") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่ต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

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

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

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

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

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลดังกล่าว 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 (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) ทั้งนี้ ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ที่ MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ ผู้ที่ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

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

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

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

Disclosure of Interest

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

สิงคโปร์: ณ วันที่ 7 พฤษภาคม 2567, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

ฮ่องกง: ณ วันที่ 7 พฤษภาคม 2567, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ที่ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

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

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

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

Applicability of Ratings

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

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


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



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



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

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2566 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Anti-Corruption Progress Indicator 2023

Companies that have declared their intention to join CAC

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

Companies certified by CAC

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

N/A

3K-BAT	BDMS	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT
A	BEAUTY	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
AAV	BEM	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
ACC	BH	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACG	BIG	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
AEONTS	BIOTEC	CSP	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AFC	BIZ	CSR	GVREIT	LHPF	NNLV	QHPF	SKY	TFIF	UAC
AGE	BJC	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AHC	BJCHI	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQ
AIMCG	BKD	CTW	HPF	LPF	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMIRT	BKKCP	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AIT	BLISS	DCON	HUMAN	LST	NV	ROCK	SO	THE	URBNPF
AJA	BOFFICE	DDD	HYDROGEN	LUXF	NVD	ROH	SOLAR	THG	UTP
AKR	BR	DIF	IFEC	MACO	NYT	ROJNA	SPCG	THL	UVAN
ALLA	BROCK	DREIT	IMPACT	MANRIN	OHTL	RPC	SPG	TF1F	VARO
ALLY	BRRGIF	DTCENT	INREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VNG
ALUCON	BTNC	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VPO
AMARIN	BTSGIF	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	VRANDA
AMATAR	BUI	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WAVE
AMR	B-WORK	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WFX
ANAN	CCET	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WGE
AOT	CCP	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHABT
APCO	CGD	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STEC	TPBI	WHAIR
APEX	CH	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TPIPL	WHART
APURE	CHARAN	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	WIN
AQ	CHAYO	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	WORK
ASAP	CHG	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	WORLD
ASEFA	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	WP
ASIA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIMAR	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
AURA	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
B52	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
BA	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFKO	SYNEX	TSR	
BAREIT	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BCT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	

Source : Thai Institute of Directors

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

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC