

TRUE Corp (TRUE TB)

ซื้อไอคอนใหม่คาดว่าจะกำไรจะเติบโตเร็วกว่ารายได้อย่างต่อเนื่อง

แนะนำ “ซื้อ” จากการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งในปี 68-70

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TRUE เนื่องจากคาดว่าจะกำไรจะเติบโต 104% / 16% / 12% ในปี 68 / 69 / 70 ตามลำดับ โดยเมื่อวันที่ 4 มิถุนายนที่ผ่านมา นายชikov เบรกเก้ ได้พบปะนักวิเคราะห์ไทยเป็นครั้งแรกในฐานะซีอีโอของ TRUE โดยมีสาระสำคัญคือ 1) แนวโน้มรายได้ของ TRUE เทียบกับการเติบโตของรายได้ของ ADVANC จะดีขึ้น และ 2) EBITDA และกำไรสุทธิจะเติบโตเร็วกว่ารายได้ในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า ทั้งนี้ ราคาเป้าหมายอิงวิธี DCF ของเรายังคงอยู่ที่ 14.10 บาท (WACC 7.3%, การเติบโต 2.0%)

ชิคเวมีแผน 3 ด้านในการผลักดันกำไร

ในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า นายชิคเวมีแผนที่จะ 1) ขับเคลื่อนการเติบโตของรายได้ 2) ใช้เทคโนโลยีเพื่อลดต้นทุนดำเนินงาน (Opex) และ 3) ลดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ทั้งนี้ รายได้ของ TRUE เติบโตช้ากว่า ADVANC ในอดีต แต่จะปรับตัวดีขึ้นเมื่อ TRUE เปลี่ยนโฟกัสจากการสร้าง synergy ไปสู่การเติบโตของรายได้ อย่างไรก็ตาม นายชิคเวกล่าวว่า “อย่าคาดหวังว่าเราจะเริ่มสงครามราคา” เนื่องจาก TRUE จะไม่ใช้กลยุทธ์ลดราคามาแย่งชิงส่วนแบ่งตลาด

TRUE มีแผนผลักดันให้รายได้เติบโตใกล้เคียง ADVANC

ปัจจัยหนุนการเติบโตของรายได้จากธุรกิจมือถือ ได้แก่ 1) คุณภาพเครือข่ายที่ดีขึ้น (การรวมโครงข่ายจะเสร็จในไตรมาส 3/68) 2) การปรับขึ้นราคา และ 3) บริการเสริมที่นอกเหนือจากการเชื่อมต่อ เช่น ความปลอดภัยทางไซเบอร์ การขายประกัน และบริการติดตามสัตว์เลี้ยง โดยในกลุ่มประเทศนอร์ดิก บริการลักษณะนี้มีสัดส่วนมากกว่า 20% ของรายได้จากธุรกิจมือถือ นอกจากนี้ TRUE ยังมีเป้าหมายที่จะเพิ่มรายได้จากอินเทอร์เน็ตบ้าน (FBB) ในอีกไม่กี่ไตรมาสข้างหน้า โดยเน้นการหาลูกค้าใหม่และการ upsell เช่น ขายแพ็คเกจที่มีความเร็วอินเทอร์เน็ตที่สูงขึ้น และโซลูชันสำหรับบ้าน นอกจากนี้ TRUE ยังวางแผนเพิ่มสัดส่วนรายได้จากกลุ่มลูกค้าองค์กร (B2B)

ลดต้นทุนดำเนินงานและดอกเบี้ยจ่าย

หลังจากการรวมธุรกิจเสร็จสมบูรณ์ในไตรมาส 3/68 ผู้บริหารจะลดหน้าลด Opex โดยใช้เทคโนโลยี ตัวอย่างเช่น การใช้ AI เพื่อ 1) ทำให้กระบวนการภายในและประสบการณ์ลูกค้าเป็นแบบอัตโนมัติมากขึ้น และ 2) เพิ่มประสิทธิภาพเครือข่ายในการใช้ไฟฟ้า นอกจากนี้ TRUE ยังมีแผนใช้กระแสเงินสดอิสระรายปีบางส่วนเพื่อลดหนี้ ส่งผลให้ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลดลง เราคาดว่าจะกำไรจะเติบโต 104% / 16% / 12% ในปี 68 / 69 / 70 แม้ว่ารายได้จะเติบโตเพียง 0-2% โดยได้แรงหนุนจากการประหยัดต้นทุนคลื่นความถี่ และการลดลงของดอกเบี้ยจ่าย

FYE Dec (THB m)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	202,765	206,020	196,755	188,597	192,083
EBITDA	85,644	98,342	103,523	110,159	112,505
Core net profit	(6,997)	9,056	18,450	21,371	23,998
Core EPS (THB)	(0.20)	0.26	0.53	0.62	0.69
Core EPS growth (%)	nm	nm	103.7	15.8	12.3
Net DPS (THB)	0.00	0.00	0.18	0.31	0.35
Core P/E (x)	nm	42.4	23.2	20.0	17.9
P/BV (x)	2.0	5.2	5.0	4.2	3.7
Net dividend yield (%)	0.0	0.0	1.5	2.5	2.8
ROAE (%)	(17.1)	(13.7)	15.6	22.7	22.2
ROAA (%)	(0.9)	1.3	2.7	3.1	3.7
EV/EBITDA (x)	7.1	7.9	8.1	7.2	6.8
Net gearing (%) (incl perps)	385.0	421.7	359.5	274.6	230.2
Consensus net profit	-	-	13,155	21,191	23,998
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(4.7)	0.8	0.0

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

BUY

Share Price	THB 12.40
12m Price Target	THB 14.10 (+15%)
Previous Price Target	THB 14.10

Company Description

TRUE, a merger of TRUEE and DTAC, is the largest telecom operator in Thailand with 49.4m mobile subscribers and 3.7m FBB subscribers as of end-2024.

Statistics

52w high/low (THB)	13.20/8.25
3m avg turnover (USDm)	27.2
Free float (%)	73.6
Issued shares (m)	34,552
Market capitalisation	THB428.4B USD13.1B

Major shareholders:

Telenor Thailand Investments	28.6%
Thai NVDR	11.6%
CP Group	10.4%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	1	12	41
Relative to index (%)	7	16	66

Source: FactSet

Terms defined

EPL - English Premier League

Other stocks mentioned

Advanced Info Service (ADVANC TB, CP THB293, BUY, TP THB319)

ESG@MAYBANK IBG
Tear Sheet Insert

1. CEO laid out revenue growth drivers for the next few years

1.1 Beyond-connectivity services for mobile customers

According to CEO Sigve Brekke (who joined TRUE in Mar 2025), mobile revenue growth drivers should be: i) improving network quality (network consolidation will be completed in 3Q25); and ii) gradual price increases for prepaid subscribers; iii) and beyond-connectivity services for postpaid subscribers.

Beyond-connectivity services

In Nordic countries, beyond-connectivity services account for >20% of mobile revenue. Key product examples are cyber security, insurance and pet tracking.

Cyber-security services for mobile subscribers included advanced filtering for fraudulent SMS and calls and ID tracking. On the insurance front, TRUE could sell insurance for smartphone screens and financial losses related to scam calls.

Fig 1: Mobile revenue growth drivers, according to the CEO

Mobile revenue growth drivers

1. Improving network quality
2. Gradual price increases for prepaid subscribers
3. Beyond-connectivity services for postpaid subscribers

Source: Company, MST

Fig 2: FBB revenue growth drivers, according to CEO and CFO

FBB revenue growth drivers

1. New subscribers (i.e. rising FBB adoption in Thailand)
2. Upselling FBB packages with faster internet speed and home-related solutions

Source: Company, MST

TRUE's revenue growth lagged behind ADVANC's

From 1Q23 to 1Q25, TRUE's mobile revenue grew 5.4%, underperforming ADVANC's 8.1% growth over the same period. Key reasons for the weak relative performance were: i) TRUE has focused on cost reduction; ii) TRUE has been undergoing network consolidation and modernisation (to be completed in 3Q25); iii) the back-end IT systems of True Move and dtac are not consolidated yet; iv) TRUE's higher mobile revenue market share in the tourism segment means that TRUE is more impacted by Thailand's tourism slowdown.

CFO Nakul Sehgal expects TRUE's QoQ mobile revenue to be similar to ADVANC's going forward (excluding the negative impact of declining network roaming revenue from NT) while he expects TRUE's FBB revenue growth to bridge the gap with ADVANC's over the next few quarters.

1.2 Higher B2B revenue contribution

In FY24 and 1Q15, B2B contributed around 7% of TRUE's core service revenue (including mobile enterprise revenue). The CEO believes there is room to boost B2B revenue contribution because telecom operators in some countries have 40-50% revenue contribution from B2B business. Key possible areas for B2B revenue growth are: i) network as a service (private networks with specified performances); ii) cyber security; and iii) IoT solutions.

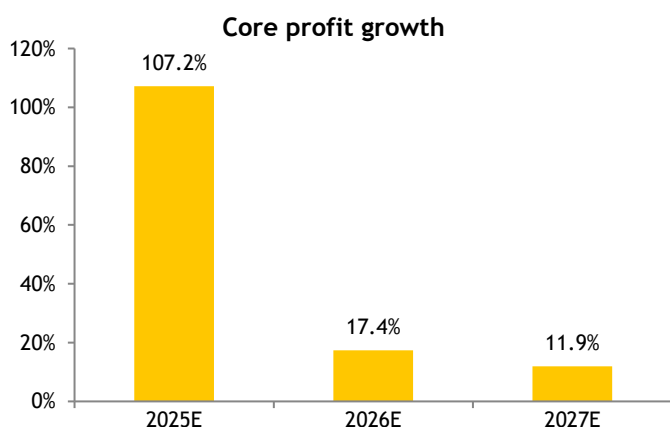
2. Valuation and recommendation

2.1 Reiterate BUY on strong profit outlook

We reiterate BUY on TRUE due to core profit growth in FY25-27E. We forecast FY25/26/27E core profit growth of 104%/16%/12% on the back of 0-2% revenue growth pa, spectrum cost savings and declining interest expense. The meeting with CEO Sigve Brekke confirms our thesis that core profit growth should continue outpacing revenue growth over the next few years.

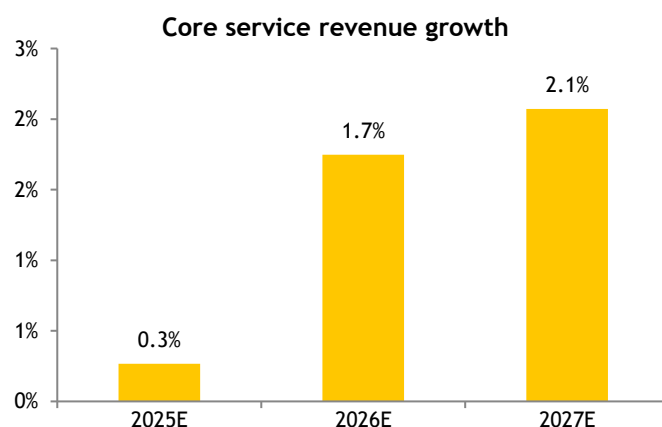
A risk for TRUE is the loss of EPL broadcasting rights, which implies 2-3% earnings downside in FY25-26E.

Fig 3: Core profit growth



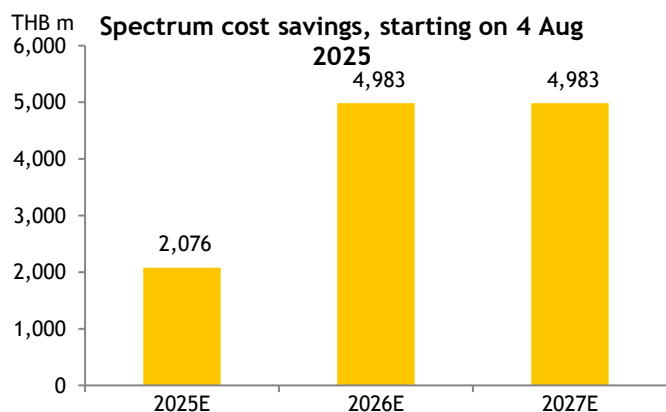
Source: Company, MST

Fig 4: Core service revenue growth



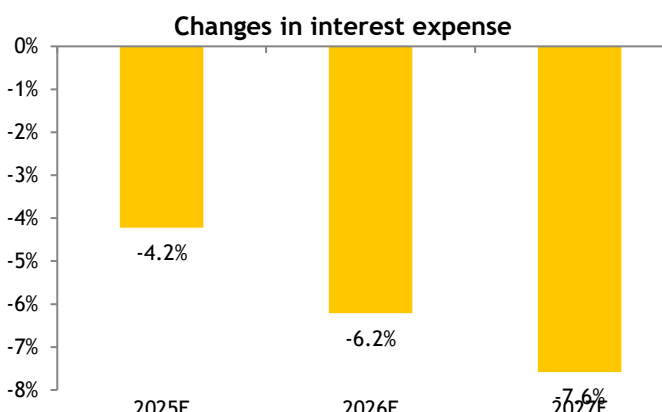
Source: Company, MST

Fig 5: Spectrum cost savings



Source: Company, MST

Fig 6: Changes in interest expense



Source: Company, MST

2.2 Upside risk from beyond-connectivity services

We forecast mobile revenue growth of only 0.3%/1.7%/2.1% in FY25/26/27E, and we have not factored in any revenue growth from selling beyond-connectivity services. Such services include cyber security, insurance and pet tracking.

2.3 Potential hiccup in 2Q25 due to the network outage

Following the network outage on 22 May and discussion with the regulator, TRUE decided to offer additional compensation to all True Move H subscribers (c.60% of TRUE's mobile subscribers). Dtac customers were not impacted by the outage.

Prepaid subscribers will receive 10GB of data and 100 minutes of voice calls on 15 Jun (valid for 3 days). Postpaid subscribers will obtain one-day waiver on their main packages. The lack of revenue from prepaid subscribers (3 days) and postpaid subscribers under True Move H imply 0.8% impact on core service revenue in 2Q25, based on our estimate. This might lead to 2Q25E core profit of THB4.1b (+91% YoY, -5% QoQ). However, the negative impact might be partly offset by easing competition in Feb 2025 (data-quota reduction for THB150-200 plans).

During the analyst meeting on 4 Jun, CFO mentioned that the negative impact from the network incident and related compensation should be less than 1% of 2Q25 revenue. Customer churns were high during the first few day, then the churns eased.

Fig 7: We have a DCF-based TP of THB14.1 (7.3% WACC, 2.0% terminal growth) for TRUE

Unit: THB m	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
Cashflow from operating activities (before interest expenses)	101,153	108,585	109,190	111,495	111,056	112,356	
Repayment for lease liabilities (principal + finance costs)	-20,401	-20,393	-18,797	-19,077	-19,315	-19,498	
Net cashflow from operating activities	80,752	88,193	90,394	92,417	91,741	92,858	
CAPEX							
PPE	-29,000	-26,404	-26,507	-27,008	-27,745	-28,263	
Spectrum instalment	-36,523	-9,994	-26,194	-15,648	-29,685	-14,298	
Other intangible assets (i.e. digital platforms)	-1,500	-1,500	-1,500	-1,500	-1,500	-1,500	
Total capex	-67,023	-37,897	-54,201	-44,155	-58,930	-44,060	
							Terminal value
FCFF	13,729	50,296	36,193	48,262	32,810	48,798	927,093
Present value of FCFF		46,890	31,457	39,106	24,786	34,367	608,711
Sum of PV of FCFF	785,317						
Net debt at end-FY25E	311,601						
Equity value	473,716						
20.56% stake in DIF (after 15% discount)	14,678						
Equity value of TRUE pluses 20.56% stake in DIF	488,394						
# of shares	34,552						
TRUE's fair value (THB/sh)	14.10						
		WACC	7.3%				
TRUE's market price (THB/sh)	12.40	Terminal growth	2.0%				
Upside/(downside) to TP	13.7%						

Source: Company, MST

Fig 8: Regional peer comparison (4 Jun 2025)

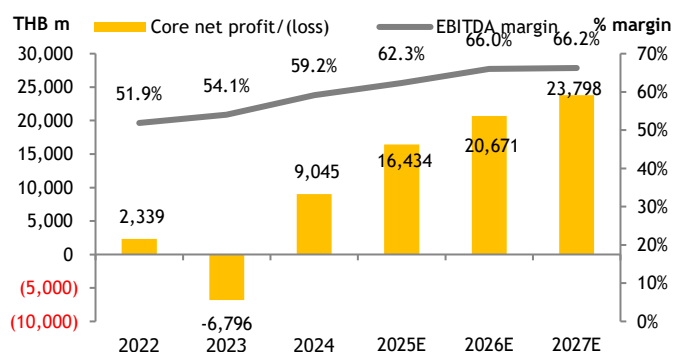
Ticker	Rating	Market price (LC)	Target price (LC)	Market Cap (USDm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		ROE (%)		ROA (%)		Yield (%)		3-year CAGR (FY24-26E)	
					FY24	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	EBITDA CAGR (%)	Core EPS CAGR (%)
ADVANC TB	BUY	293.00	319.00	25,475	23.9	20.2	18.8	8.4	7.9	42.5	45.7	10.4	11.9	4.5	5.3	5.5	14.1
TRUE TB	BUY	12.40	14.10	13,256	42.4	23.2	20.0	8.1	7.2	nm	21.0	nm	3.2	1.5	2.5	5.8	53.6
THAILAND'S AVERAGE					33.1	21.7	19.4	8.2	7.5	42.5	33.4	10.4	7.6	3.0	3.9	5.7	33.9
CNVRG PM	BUY	20.30	23.00	2,104	13.7	11.3	10.3	6.5	5.9	20.6	19.5	10.1	9.8	2.2	2.6	11.1	15.7
GLO PM	BUY	1,812	2,750	5,674	12.4	11.5	10.4	nm	nm	13.1	13.7	3.7	4.0	5.8	6.0	3.2	9.2
TEL PM	BUY	1,246	2,070	5,191	7.6	7.3	7.0	5.0	4.9	28.3	27.0	5.5	5.6	9.2	9.6	3.9	4.3
PHILIPPINES' AVERAGE					10.0	10.0	9.2	5.8	5.4	20.7	20.1	6.4	6.4	5.7	6.1	6.1	6.7
ST SP	BUY	3.89	4.30	41,503	18.5	22.9	23.5	17.4	18.4	16.1	15.9	5.3	5.7	5.0	4.9	4.9	9.9
STH SP	HOLD	1.12	1.10	1,605	13.0	12.6	12.3	6.8	6.3	22.0	24.0	4.9	5.0	5.8	6.1	0.9	-0.8
SINGAPORE'S AVERAGE					15.8	17.8	17.9	12.1	12.4	19.1	20.0	5.1	5.3	5.4	5.5	2.9	4.6
EXCL IJ	BUY	2,190	3,200	1,808	20.8	12.6	10.7	4.1	4.1	9.0	9.7	2.3	2.6	2.3	2.8	6.2	37.8
ISAT IJ	BUY	2,070	2,900	3,434	16.4	10.4	9.4	4.1	3.8	15.6	15.4	5.5	5.8	3.1	3.4	7.8	20.2
TLKM IJ	BUY	2,820	3,700	16,003	11.6	11.5	11.6	4.8	4.7	16.7	15.6	7.9	7.4	6.4	6.4	3.7	2.1
INDONESIA'S AVERAGE					19.7	11.5	10.6	4.3	4.2	13.8	13.6	5.2	5.3	3.9	4.2	5.9	20.0
AXIATA MK	BUY	2.04	2.90	4,291	32.9	31.9	23.1	5.2	6.8	2.8	3.9	1.0	1.4	4.9	4.9	-27.7	8.1
CDB MK	HOLD	3.92	3.80	8,898	30.9	26.0	21.4	9.7	9.3	10.9	13.1	4.9	5.9	3.7	4.2	4.1	25.0
TDC MK	HOLD	5.20	5.10	2,024	20.8	20.5	19.6	11.5	11.1	12.0	12.5	9.1	9.3	4.9	5.1	8.4	8.4
T MK	BUY	6.65	7.50	5,874	12.7	15.2	14.7	6.0	5.8	15.6	15.1	7.7	7.7	4.0	4.1	1.3	-6.9
MALAYSIA'S AVERAGE					16.8	23.4	19.7	8.1	8.3	10.3	11.2	5.7	6.1	4.3	4.6	-3.5	8.7
ASEAN telcos' average					21.3	16.9	15.2	7.5	7.4	17.3	18.0	6.0	6.1	4.5	4.9	2.8	14.3

Source: Company, MST

Value Proposition

- TRUE is the largest telecom operator in Thailand with 52% mobile revenue market share in 2Q24. It provides mobile, fixed-broadband, and content services.
- The current TRUE came from the amalgamation of the old TRUE and Total Access Communication (DTAC TB, de-listed) on 1 Mar 2023. Prior to the merger, the old TRUE and DTAC were No.2 and No.3 mobile operators, respectively.
- TRUE aims to turn profitable in FY24E.

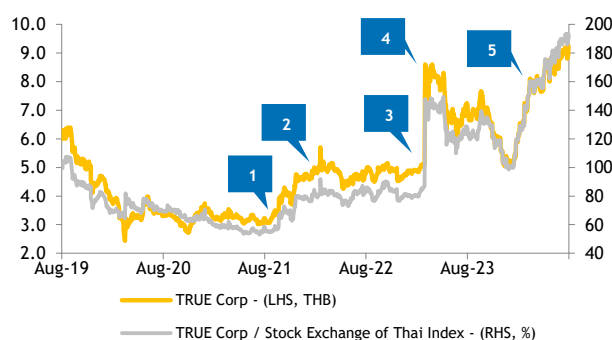
Core net profit/(loss)



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



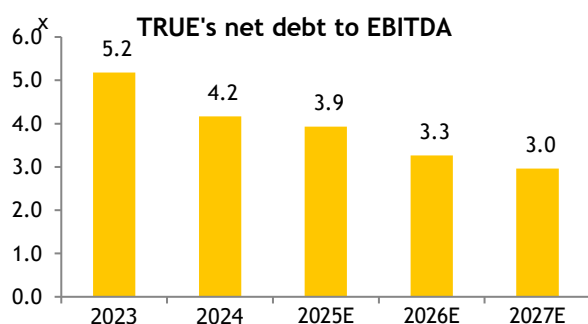
Source: Company, MST

- 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.
- Strong quarterly earnings momentum in 4Q23 and 1Q24.

Financial Metrics

- TRUE's credit rating is A+ (vs TRUEE's BBB+) thanks to the healthier balance sheet after merging with DTAC. Its average cost of debt was 4.1% in 1-2Q24.
- We expect TRUE's net-debt-to-EBITDA ratio to drop thanks to declining debt (the company started repaying debt in 2Q24) and rising EBITDA.
- In Sep 2023, management said it planned to reduce the net debt to EBITDA to 4.5x in 2025. We believe that TRUE is already ahead of that schedule as we expect the company ended FY24E with a 4.4x net-debt-to-EBITDA ratio.

Net-debt-to-EBITDA ratio (including lease liabilities)



Source: Company

Swing Factors

Upside

- Easing of mobile competition.

Downside

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

Risk Rating & Score ¹	26.6 Medium Risk
Score Momentum ²	0.0
Last Updated	21 Aug 2024
Controversy Score ³ (Updated: 16 May 2025)	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 tCO ₂ e	17,199.48	13,768.00	10,566.00	8,931
	Scope 2	m tCO ₂ e	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 tCO ₂ e	6,213	580	370	NA
	Total	m tCO₂e	458,831	418,088	337,559	NA
	Scope 1 & 2 emission intensity	tCO ₂ e/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 that 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 tCO ₂ e)	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).

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	nm	nm	34.2	20.0	17.9
Core P/E (x)	nm	42.4	23.2	20.0	17.9
P/BV (x)	2.0	5.2	5.0	4.2	3.7
P/NTA (x)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0
Net dividend yield (%)	0.0	0.0	1.5	2.5	2.8
FCF yield (%)	25.4	18.9	16.8	19.2	19.3
EV/EBITDA (x)	7.1	7.9	8.1	7.2	6.8
EV/EBIT (x)	38.4	26.8	23.0	19.8	18.5

INCOME STATEMENT (THB m)

Revenue	202,765.0	206,020.0	196,755.1	188,597.1	192,083.0
EBITDA	85,644.0	98,342.0	103,523.1	110,159.3	112,504.8
Depreciation	(69,866.0)	(69,192.0)	(67,299.2)	(70,210.9)	(71,070.9)
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	15,778.0	29,150.0	36,223.9	39,948.4	41,433.9
Net interest income / (exp)	(23,300.0)	(22,417.0)	(19,291.5)	(18,337.4)	(16,927.0)
Associates & JV	1,848.0	1,016.0	2,278.1	2,281.1	2,326.3
Exceptionals	2,088.0	678.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	(10,312.0)	(19,205.0)	(6,276.5)	(200.0)	(200.0)
Pretax profit	(13,898.0)	(10,778.0)	12,934.0	23,692.1	26,633.2
Income tax	(1,818.0)	(182.0)	(400.0)	(2,320.9)	(2,634.9)
Minorities	(64.0)	5.0	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	(15,780.0)	(10,955.0)	12,534.0	21,371.1	23,998.3
Core net profit	(6,997.0)	9,056.0	18,450.5	21,371.1	23,998.3

BALANCE SHEET (THB m)

Cash & Short Term Investments	33,579.8	26,831.7	27,257.0	27,407.5	24,973.1
Accounts receivable	51,793.6	46,188.9	44,111.7	42,282.7	43,064.3
Inventory	2,281.1	2,584.7	2,491.2	2,491.2	2,491.2
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	222,628.4	208,701.1	208,365.7	204,938.4	200,042.1
Intangible assets	142,849.5	126,365.8	145,301.1	124,966.4	104,586.3
Investment in Associates & JVs	21,711.0	20,669.8	20,979.4	21,326.5	21,762.5
Other assets	269,878.4	244,141.7	251,833.3	240,735.3	230,923.5
Total assets	744,721.9	675,483.6	700,339.5	664,148.2	627,842.9
ST interest bearing debt	79,721.0	89,054.8	81,053.9	69,053.9	60,053.9
Accounts payable	101,386.8	101,100.5	79,817.6	98,752.5	58,327.1
LT interest bearing debt	285,501.0	250,603.0	258,000.0	238,000.0	230,000.0
Other liabilities	191,973.0	160,541.0	194,749.0	156,519.0	164,326.0
Total Liabilities	658,581.3	601,298.9	613,620.9	562,325.4	512,707.3
Shareholders Equity	85,779.1	73,889.5	86,423.5	101,527.6	114,840.4
Minority Interest	361.4	295.2	295.2	295.2	295.2
Total shareholder equity	86,140.5	74,184.7	86,718.7	101,822.8	115,135.6
Total liabilities and equity	744,721.9	675,483.6	700,339.5	664,148.2	627,842.9

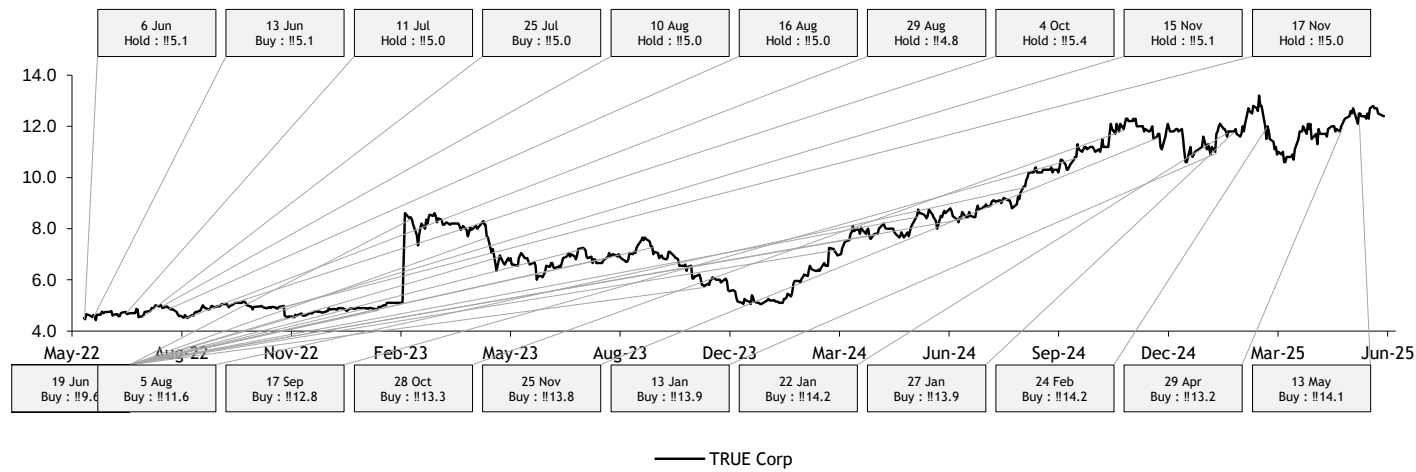
CASH FLOW (THB m)

Pretax profit	(13,898.0)	(10,778.0)	12,934.0	23,692.1	26,633.2
Depreciation & amortisation	69,866.0	69,192.0	67,299.2	70,210.9	71,070.9
Adj net interest (income)/exp	25,401.9	21,978.1	21,391.6	20,589.4	19,114.8
Change in working capital	703.3	(3,393.2)	(1,870.7)	(1,305.0)	(2,667.3)
Cash taxes paid	(1,818.0)	(2,287.8)	(400.0)	(2,320.9)	(2,634.9)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	88,223.4	98,647.1	101,152.5	108,585.3	109,190.4
Capex	(43,943.3)	(26,279.8)	(29,000.0)	(26,403.6)	(26,507.5)
Free cash flow	44,280.1	72,367.3	72,152.5	82,181.7	82,683.0
Dividends paid	(2,336.0)	0.0	0.0	(6,267.0)	(10,685.6)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	11,523.7	(24,284.3)	(603.8)	(32,000.0)	(17,000.0)
Other invest/financing cash flow	(52,550.1)	(54,791.7)	(71,123.4)	(43,764.2)	(57,431.9)
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	917.7	(6,708.7)	425.3	150.5	(2,434.5)

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	(5.7)	1.6	(4.5)	(4.1)	1.8
EBITDA growth	3.4	14.8	5.3	6.4	2.1
EBIT growth	(17.3)	84.8	24.3	10.3	3.7
Pretax growth	nm	nm	nm	83.2	12.4
Reported net profit growth	nm	nm	nm	70.5	12.3
Core net profit growth	nm	nm	103.7	15.8	12.3
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	42.2	47.7	52.6	58.4	58.6
EBIT margin	7.8	14.1	18.4	21.2	21.6
Pretax profit margin	nm	nm	6.6	12.6	13.9
Payout ratio	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	nm	nm	6.4	11.3	12.5
Revenue/Assets (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Assets/Equity (x)	8.7	9.1	8.1	6.5	5.5
ROAE (%)	(17.1)	(13.7)	15.6	22.7	22.2
ROAA (%)	(0.9)	1.3	2.7	3.1	3.7
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	(142.2)	(143.8)	(142.1)	(160.3)	(130.6)
Days receivable outstanding	98.7	85.6	82.6	82.5	80.0
Days inventory outstanding	5.2	5.6	6.5	7.0	6.9
Days payables outstanding	246.1	235.0	231.2	249.7	217.5
Dividend cover (x)	nm	nm	2.0	2.0	2.0
Current ratio (x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.7
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
Net gearing (%) (incl perps)	385.0	421.7	359.5	274.6	230.2
Net gearing (%) (excl. perps)	385.0	421.7	359.5	274.6	230.2
Net interest cover (x)	0.7	1.3	1.9	2.2	2.4
Debt/EBITDA (x)	4.3	3.5	3.3	2.8	2.6
Capex/revenue (%)	21.7	12.8	14.7	14.0	13.8
Net debt/ (net cash)	331,642.2	312,826.1	311,796.9	279,646.4	265,080.9

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 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 เหตุการณ์ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้เกิดการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการละเมิดในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์ 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 นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิ่งในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็น การประเมินจากด้านเทคนิค 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, ผู้เชี่ยวชาญทางการเงิน 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) มีวัตถุประสงค์ในการจัดทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศและนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th> ทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อนอาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความสำคัญอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ 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 และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันกำกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้มีการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ (“US”) สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Webdush Securities Inc. (“Webdush”), เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Webdush ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Webdush ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อจำกัดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า Webdush ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย 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:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 198700034E) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Sekuritas (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ the Financial Services Authority (Indonesia) **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของ กระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** Maybank Securities Inc (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตต่ออยู่ภายใต้ 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 Banker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **อังกฤษ:** Maybank Securities (London) Ltd (จดทะเบียนเลขที่ 2377538)เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Conduct Authority

Disclosure of Interest

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

สิงคโปร์: ณ วันที่ 5 มิถุนายน 2568, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

ฮ่องกง: ณ วันที่ 5 มิถุนายน 2568, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

อินเดีย: ณ วันที่ 5 มิถุนายน 2568 และ ณ วันสิ้นเดือนก่อนวันที่ตีพิมพ์บทวิเคราะห์ฉบับนี้ MIBSI นักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง / ญาติไม่มีส่วนได้เสียทางการเงินหรือเป็นเจ้าของที่แท้จริงหรือเป็นผู้มีส่วนได้เสียในหุ้นใด ๆ หรือมีผลประโยชน์ทับซ้อนในบริษัทนั้นๆ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ในช่วงสิบสองเดือนที่ผ่านมา MIBSI และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องไม่ได้รับผิดชอบต่อผลประโยชน์อื่นใดจากบริษัทที่กล่าวถึงในบทวิเคราะห์หรือบุคคลที่สามที่เกี่ยวข้องกับบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

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

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ 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 2024


AAV	BR	ETE	KEX	OSP	SC	Score Range	Number of Logo	Description
ABM	BRI	FLOYD	KKP	PAP	SCAP	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ACE	BRR	FN	KSL	PB	SCB	80-89	▲▲▲▲	Very Good
ACG	BSRC	FPI	KTB	PCC	SCC	70-79	▲▲▲	Good
ADVANC	BTG	FPT	KTC	PCSGH	SCCC	60-69	▲▲	Satisfactory
AE	BTS	FVC	KTMS	PDJ	SCG	50-59	▲	Pass
AF	BTW	GABLE	KUMWEL	PEER	SCGD	Lower than 50	No logo given	N/A
AGE	BWG	GC	LALIN	PG	SCGP	SUN	TIIPP	
AH	CBG	GCAP	LANNA	PHOL	SCM	SUTHA	TPS	
AIT	CENTEL	GFC	LH	PIMO	SCN	SVI	TQM	
AJ	CFRESH	GFPT	LHFG	PLANB	SDC	SYMC	TQR	
AKP	CHASE	GGC	LIT	PLAT	SEAFCO	SYNEX	TRP	
AKR	CHEWA	GLAND	LOXLEY	PLUS	SEAOL	SYNTEC	TRUBB	
ALLA	CHOW	GLOBAL	LPN	PM	SELIC	TASCO	TRUE	
ALT	CIMBT	GPSC	LRH	PORT	SENA	TBN	TRV	
AMA	CIVIL	GRAMMY	LST	PPP	SENX	TCAP	TSC	
AMARIN	CK	GULF	M	PPS	SGC	TCMC	TSTE	
AMATA	CKP	GUNKUL	MAJOR	PR9	SGF	TEAMG	TSTH	
AMATAV	CNT	HANA	MALEE	PRG	SGP	TEGH	TTA	
ANAN	COLOR	HARN	MBK	PRIME	SHR	TFG	TTB	
AOT	COM7	HENG	MC	PRM	SICT	TFMAMA	TTCL	
AP	CPALL	HMPRO	M-CHAI	PRTR	SIRI	TGE	TTW	
ASIMAR	CPAXT	HPT	MCOT	PSH	SIS	TGH	TU	
ASK	CPF	HTC	MFC	PSL	SITHAI	THANA	TVDH	
ASP	CPL	ICC	MFEC	PTT	SJWD	THANI	TVO	
ASW	CPN	ICHI	MINT	PTTEP	SKE	THCOM	TVT	
AURA	CPW	III	MODERN	PTTGC	SKR	THG*	TWPC	
AWC	CRC	ILINK	MONO	Q-CON	SM	THIP	UAC	
B	CRD	ILM	MOONG	QH	SMPC	THRE	UBE	
BAFS	CREDIT	IND	MOSHI	QTC	SNC	THREL	UBIS	
BAM	CSC	INET	MSC	RATCH	SNNP	TIPH	UKEM	
BANPU	CV	INSET	MST	RBF	SNP	TISCO	UPF	
BAY	DCC	INTUCH	MTC	RPC	SO	TK	UPOIC	
BBGI	DDD	IP	MTI	RPB	SONIC	TKS	UV	
BBL	DELTA	IRC	MVP	RS	SPALI	TKT	VARO	
BCH	DEMCO	IRPC	NCH	RT	SPC	TLI	VGI	
BCP	DITTO	IT	NER	RWI	SPI	TM	VIH	
BCPG	DMT	ITC	NKI	S	SPRC	TMILL	WACOAL	
BDMS	DOHOME	ITEL	NOBLE	S&J	SR	TMT	WGE	
BEC	DRT	ITTHI	NRF	SA	SSC	TNDT	WHA	
BEM	DUSIT	IVL	NSL	SAAM	SSF	TNITY	WHAUP	
BEYOND	EASTW	JAS	NTSC	SABINA	SSP	TNL	WICE	
BGC	ECF	JTS	NVD	SAK	SSSC	TOA	WINMED	
BGRIM	ECL	K	NWR	SAMART	STA	TOG	WINNER	
BJC	EGCO	KBANK	NYT	SAMTEL	STECON	TOP	ZEN	
BKIH	EPG	KCC	OCC	SAT	STGT	TPAC		
BLA	ERW	KCE	OR	SAV	STI	TPBI		
BPP	ETC	KCG	ORI	SAWAD	SUC	TIPL		



2S	AYUD	COCOCO	HUMAN	MEGA	PROUD	SINO	TFM	UP
AAI	BA	COMAN	IFS	METCO	PSG	SMT	TITLE	UREKA
ADB	BBIK	CPI	INSURE	MICRO	PSP	SPCG	TKN	VCOM
AEONTS	BC	CSS	JCK	NC	PSTC	SPVI	TMD	VIBHA
AHC	BE8	DTCENT	JDF	NCAP	PT	STANLY	TNR	VRANDA
AIRA	BH	EVER	JMART	NCL	PTECH	STPI	TPA	WARRIX
APCO	BIZ	FE	KGI	NDR	PYLON	SUPER	TPCH	WIN
APCS	BOL	FORTH	KJL	ONEE	QLT	SUSCO	TPCS	WP
APURE	BSBM	FSMART	KTIS	PATO	RABBIT	SVOA	TPLAS	
ARIP	BTC	FSX	KUN	PDG	RCL	SVT	TPOLY	
ARROW	CH	FTI	L&E	PJW	SAPPE	TACC	TRT	
ASIAN	CI	GEL	LHK	POLY	SECURE	TAE	TURTLE	
ATP30	CIG	GIFT	MATCH	PQS	SFLEX	TCC	TVH	
AUCT	CM	GPI	MBAX	PREB	SFT	TEKA	UBA	



A5	BVG	EASON	J	MCA	PRI	SISB	TFI	ZAA
ADD	CEN	EE	JCKH	META	PRIN	SKN	TMC	
AIE	CGH	EFORL	JMT	MGC	PROEN	SKY	TMI	
ALUCON	CHARAN	EKH	JPARK	MITSIB	PROS	SMD	TNP	
AMC	CHAYO	ESTAR	JR	MK	PTC	SMIT	TOPP	
AMR	CHIC	ETL	JSP	NAM	READY	SORKON	TRU	
ARIN	CHOTI	FNS	JUBILE	NOVA	ROCTEC	SPG	UEC	
ASEFA	CITY	GBX	KBS	NTV	SABUY	SST	UOBKH	
ASIA	CMC	GENCO	KCAR	NV	SALEE	STC	VL	
ASN	CPANEL	GTB	KIAT	OGC	SAMCO	STOWER	WAVE	
BIG	CSP	GYT	KISS	PACO	SANKO	STP	WFX	
BIOTEC	DEXON	ICN	KK	PANEL	SCI	SVR	WIK	
BIS	DOD	IIG	KWC	PHG	SE	SWC	XO	
BJCHI	DPAINT	IMH	LDC	PIN	SE-ED	TAKUNI	XPG	
BLC	DV8	IRCP	LEO	PRAPAT	SINGER	TC	YUASA	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2567 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

หมายเหตุ * บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อขัดข้องในการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-Corruption Progress Indicator 2024

ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC

ACE	B52	EVER	IP	M-CHAI	PRI	SFT	SOLAR	TQM	WP
ALT	BKIH	FLOYD	IT	MEDEZE	PRIME	SHR	SONIC	UOBKH	
AMARIN	BPS	GFC	J	MJD	PROEN	SINGER	SUPER	UREKA	
AMC	CHASE	GREEN	JDF	MOSHI	PROUD	SINO	TBN	VL	
ANI	CHG	HL	KJL	NEX	PTC	SJWD	TMI	VNG	
APCO	DITTO	HUMAN	LDC	NTSC	S	SKE	TPAC	WELL	
ASAP	ECL	IDL	LIT	PLE	SCAP	SNNP	TPP	WIN	

ได้รับการรับรอง CAC

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

N/A

3K-BAT	BDMS	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
A	BEAUTY	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
AAV	BEM	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACC	BH	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
ACG	BIG	CSP	GRORIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AEONTS	BIOTEC	CSR	GVREIT	LHPF	NNCL	QHPP	SKY	TFIF	UAC
AFC	BIZ	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AGE	BJC	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQ
AHC	BJCHI	CTW	HPF	LPF	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMCG	BKD	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AMIRT	BKKCP	DCON	HUMAN	LST	NV	ROCK	SO	THE	URBNPF
AIT	BLISS	DDD	HYDROGEN	LUXF	NVD	ROH	SOLAR	THG	UTP
AJA	BOFFICE	DIF	IFEC	MACO	NYT	ROJNA	SPCG	THL	UVAN
AKR	BR	DREIT	IMPACT	MANRIN	OHTL	RPC	SPG	TIF1	VARO
ALLA	BROCK	DTCENT	INETREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VPO
ALLY	BRRGIF	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VRANDA
ALUCON	BTNC	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	WAVE
AMARIN	BTSIGF	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WFX
AMATAR	BUI	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WGE
AMR	B-WORK	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WHABT
ANAN	CCET	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHAIR
AOT	CCP	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STECON	TPBI	WHART
APCO	CGD	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TIPL	WORK
APEX	CH	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TIPIP	WORLD
APURE	CHARAN	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	
AQ	CHAYO	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	
ASAP	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	
ASEFA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIA	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
ASIMAR	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
AURA	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
B52	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFCO	SYNEX	TSR	
BA	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BAREIT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	
BCT	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 20 พฤศจิกายน 2567 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC