

Humanica PCL (HUMAN.TB)

คาดการณ์กำไรแข็งแกร่งในไตรมาส 2-3/68

หลังไตรมาส 1/68 อ่อนแอ

แนะนำ "ซื้อ" จากแนวโน้มกำไรไตรมาส 2-3/68 ที่แข็งแกร่ง

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" หุ้น HUMAN เนื่องจาก 1) แนวโน้มการเติบโต QoQ ของกำไรในไตรมาส 2-3/68 และ 2) มีอ็อปชันจากดีลควบรวมกิจการ (M&A) โดยในการประชุมกลุ่มออนไลน์ที่จัดโดย Maybank เมื่อวันที่ 10 มิ.ย. CTO คุณกอร์ดอน เอนส์ ได้กล่าวว่า การคว้งงานโครงการจำนวนมากในไตรมาส 1/68 จะเป็นแรงผลักดันให้รายได้เติบโตในไตรมาสถัดๆไป HUMAN มีเป้าหมายจะสรุปดีล M&A 2 รายการในอีกไม่กี่เดือนข้างหน้า ซึ่งคาดว่าจะหนุนประมาณการกำไรปี 68/69 เพิ่มขึ้น 2% และ 7% ตามลำดับ ราคาพื้นฐานตามวิธี DCF ของเรายังคงเดิมที่ 11.90 บาท (WACC 8.0%, terminal growth 2.5%)

คาดการณ์กำไรไตรมาส 2-3/68 แข็งแกร่งจากการคว้งงานโครงการสูงสุดเป็นประวัติการณ์

แม้กำไรหลักไตรมาส 1/68 จะอ่อนแอ (-2% YoY, -35% QoQ) แต่การคว้งงานโครงการสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 114 ล้านบาทในไตรมาส 1/68 (+104% YoY, +20% QoQ) น่าจะหนุนการเติบโตของกำไรแบบ QoQ ในไตรมาส 2-3/68 โดยรายได้ที่เพิ่มขึ้นในไตรมาสดังกล่าวจะได้รับแรงหนุนจากการเริ่มต้นโครงการของลูกค้า PNM ในอินโดนีเซีย (พนักงานมากกว่า 70,000 คน) ผู้ค้าปลีกในไทย (มากกว่า 10,000 คน) และบริษัทระดับภูมิภาค (2,500 คน) นอกจากนี้ HUMAN ยังมีแผนขยายทีมขายในประเทศไทยช่วงครึ่งหลังของปี 68 ซึ่งจะช่วยเพิ่มโอกาสการคว้งงานในปี 69

HUMAN เตรียมสรุปดีล M&A สองรายการในเร็วๆ นี้

HUMAN มีเป้าหมายเข้าซื้อกิจการบริษัทให้บริการ ERP หลังจากเพิ่งเสร็จสิ้นกระบวนการ due diligence ซึ่งจะนำไปสู่โอกาสการขายแบบ cross sell เนื่องจากบริษัทดังกล่าว ให้บริการระบบ SAP S/4 HANA ซึ่งเป็นโซลูชัน ERP สำหรับองค์กรขนาดใหญ่ (กลุ่มลูกค้าเป้าหมายเดียวกับผลิตภัณฑ์หลักของ HUMAN) นอกจากนี้ HUMAN ยังมีแผนเข้าซื้อกิจการผู้ให้บริการโซลูชัน HR ชั้นนำในเวียดนาม โดยคาดว่าจะสรุปรายละเอียดดีลภายในเดือนนี้ เราคาดว่าดีล M&A ทั้งสองทำให้มีอ็อปชันต่อประมาณการกำไรหลักปี 68/69 เท่ากับ 2% และ 7% ตามลำดับ

มีดาวน์ไซด์จากค่าเงินรูเปียอินโดนีเซียอ่อนค่า

ณ วันที่ 10 มิ.ย. ค่าเงินรูเปีย (IDR) เท่ากับ 0.0020 บาท หรืออ่อนค่าลง 9% จากระดับ 0.0022 บาทในปี 67 เราคาดว่าอินโดนีเซียจะมีสัดส่วนกำไรหลักปี 68 ที่ 35% ดังนั้น หากค่าเงิน IDR อ่อนค่าลง 10% เมื่อเทียบกับบาท จะส่งผลลบต่อประมาณการกำไรหลักปี 68 รว 3.5% อย่างไรก็ตาม แม้ IDR จะอ่อนค่า แต่ HUMAN ยังคงเป้าหมายการเติบโตของรายได้ไว้ที่ 10% เนื่องจากปริมาณการคว้งงานตั้งแต่ต้นปีดีกว่าที่ผู้บริหารคาดไว้ โดยประมาณการการเติบโตของกำไรหลักและรายได้ของเราสำหรับปี 68 ยังไม่เปลี่ยนแปลงที่ 13% และ 10% ตามลำดับ

FYE Dec (THB m)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	1,301	1,424	1,571	1,696	1,823
EBITDA	508	567	624	679	732
Core net profit	302	334	378	423	486
Core EPS (THB)	0.35	0.38	0.44	0.49	0.56
Core EPS growth (%)	29.4	10.7	13.4	11.8	14.8
Net DPS (THB)	0.22	0.30	0.33	0.37	0.42
Core P/E (x)	30.2	21.8	18.5	16.5	14.4
P/BV (x)	2.5	2.0	1.8	1.8	1.7
Net dividend yield (%)	2.1	3.6	4.1	4.6	5.3
ROAE (%)	8.8	9.5	10.1	11.0	12.2
ROAA (%)	7.5	8.0	8.9	9.6	10.7
EV/EBITDA (x)	17.0	11.8	10.0	8.9	8.0
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Consensus net profit	-	-	379	423	486
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(0.0)	(0.0)	(0.0)

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

BUY

Share Price	THB 8.05
12m Price Target	THB 11.90 (+52%)
Previous Price Target	THB 11.90

Company Description

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

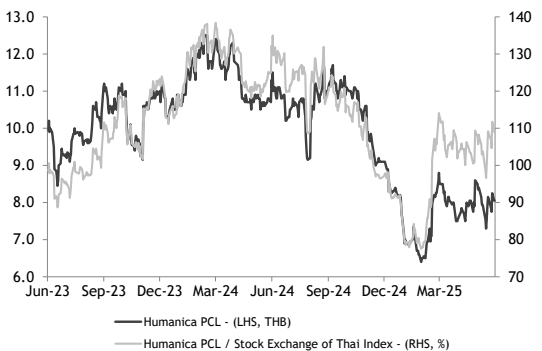
Statistics

52w high/low (THB)	11.70/6.40
3m avg turnover (USDm)	0.1
Free float (%)	65.0
Issued shares (m)	867
Market capitalisation	THB7.0B USD214M

Major shareholders:

Soontorn Dentham	30.1%
Viko Technologies	20.8%
BNY MELLON NOMINEES LIMITED	7.2%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(6)	(6)	(25)
Relative to index (%)	(0)	(3)	(13)

Source: FactSet

ESG@MAYBANK IBG
Tear Sheet Insert

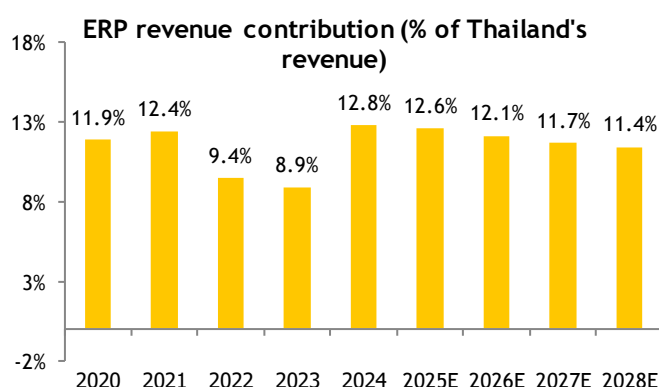
1. Acquisition of ERP implementer implies cross-selling opportunities

1.1 Problem with HUMAN's existing ERP offerings

In FY24, 90% of HUMAN's revenue came from HR solutions, followed by 9% from ERP solutions and 1% from accounting and finance. The problem is that there is a mismatch between HUMAN's flagship HR software offerings (Workplaze and Sunfish) and its ERP offerings (SAP Business One and Oracle Netsuite). While its home-grown HR software offerings mainly target large enterprises with over 1,000 employee headcount (or mid-sized enterprises with high complexity in their HR structure), its ERP software offerings are suitable for small and mid-sized companies.

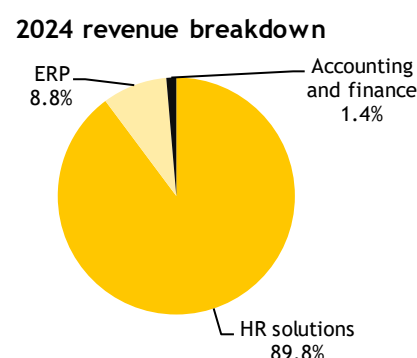
HUMAN sells ERP software only in Thailand at the moment.

Fig 1: Revenue contribution from ERP



Source: Company, MST

Fig 2: FY24 revenue breakdown



Source: Company, MST

1.2 Acquiring an ERP implementer with SAP S/4 HANA

HUMAN aims to acquire an ERP implementer in Thailand soon as the due diligence process was recently completed. This should lead to cross-selling opportunities as the M&A target offers SAP S/4 HANA, an ERP solution for large enterprises (the same target customer as that of HUMAN's flagship products).

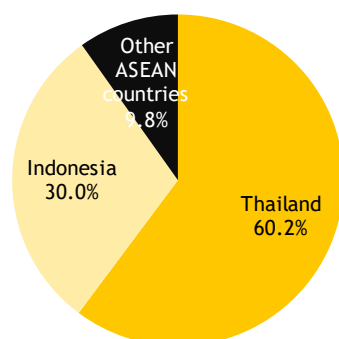
SAP S/4 HANA is available in both cloud and on-premise deployment options. It offers real-time data processing, enhanced analytics, and features like AI and machine learning. The software is built on in-memory database (as opposed to traditional disk-based storage); this speeds up data access and processing, enabling real-time analytics and faster transactional processing.

2. Entering Vietnam with an M&A deal

HUMAN plans to buy a leading HR solution provider in Vietnam, aiming to conclude the details of the deal this month. HUMAN can cross-sell its cloud-based HR solutions to Vietnamese clients because the M&A target has only offered on-premise installation of HR software so far.

Fig 3: FY24 revenue breakdown by geography

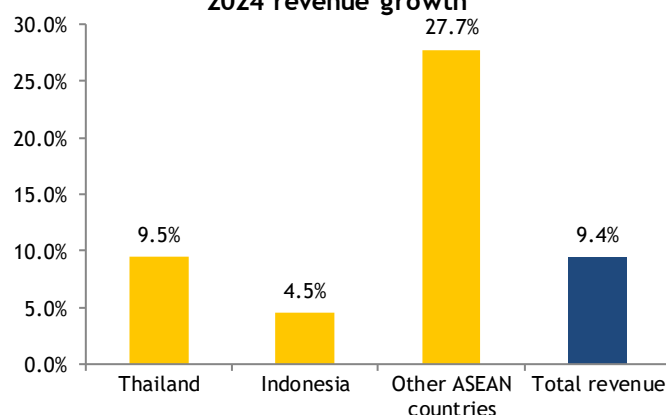
2024 revenue breakdown by country



Source: Company, MST

Fig 4: FY24 revenue growth by geography

2024 revenue growth



Source: Company, MST

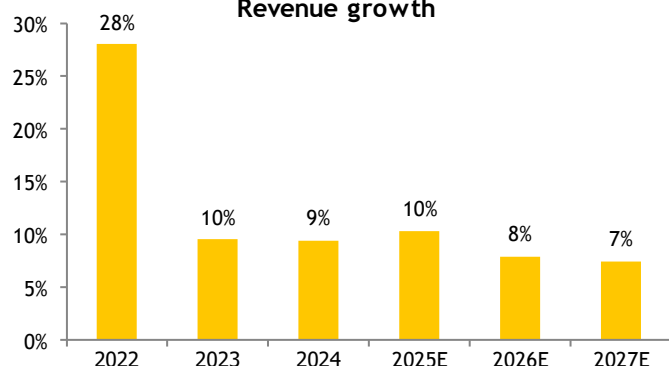
3. Valuation and recommendation

3.1 Reiterate BUY with an unchanged TP of THB11.9

We reiterate BUY on HUMAN due to: i) 13% FY25E core EPS growth; and ii) potential upside from M&A deal in Thailand (ERP system implementor) and Vietnam (HR solutions provider). We believe HUMAN can use its cash to finance the M&A deals because it had THB1.3b cash and financial investments at the end of 1Q25.

Fig 5: Revenue growth

Revenue growth

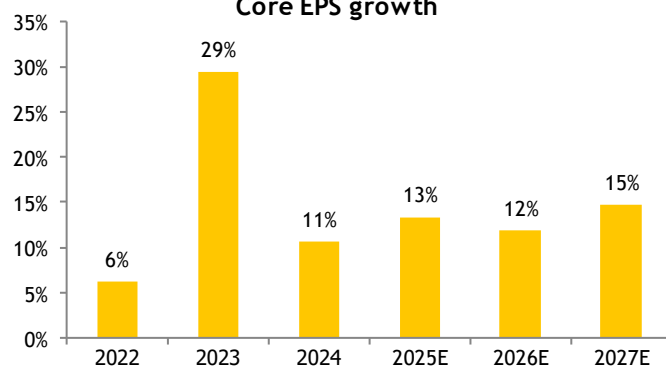


Note: 2022-23 revenue growth is based on full-year consolidation of DataOn, which was acquired by HUMAN in May 2022.

Source: Company, MST

Fig 6: Core EPS growth (excluding the impact of share repurchase)

Core EPS growth



Source: Company, MST

Our DCF-based TP remains unchanged at THB11.9 (8.0% WACC, 2.5% terminal growth); the TP implies 27x FY25E P/E. HUMAN is trading at 1-year-forward P/E of 17.5x, 1.9 SD below the 5-year mean of 32.1x and 14% below the pandemic low of 20.5x in Mar 2020.

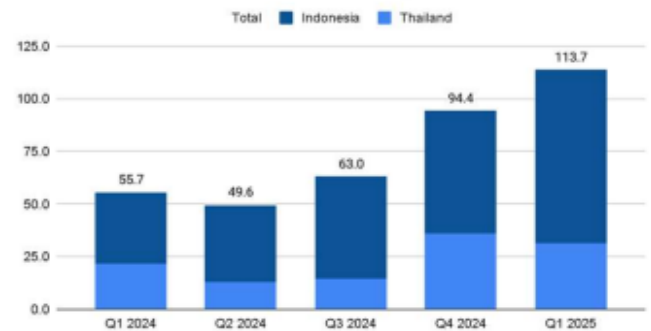
Fig 7: HUMAN is trading at 1-year-forward P/E of 17.5x, 1.9 SD below the 5-year mean of 32.1x



Source: Company, MST

Fig 8: In 1Q25, HUMAN signed new projects worth a combined THB114m (+104% YoY and +20% QoQ), a record high.

Core Market HR Enterprise Sales TCV (M THB)



Note: project wins are based on 36 months of total contract value

Source: Company, MST

Fig 9: New clients in 1Q25

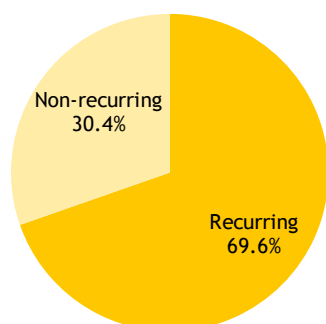


Source: Company, MST

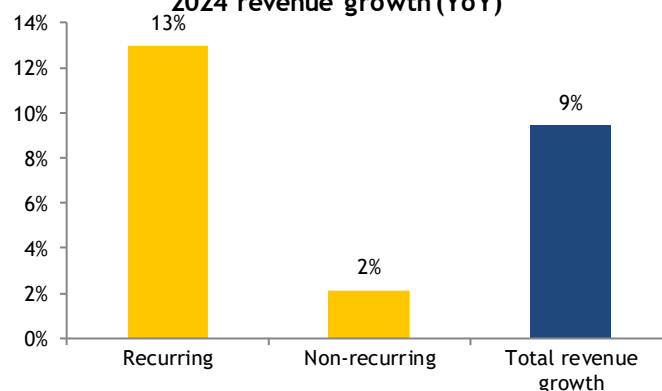
Fig 10: New clients in 2024



Source: Company, MST

Fig 11: Revenue breakdown in 2024 (recurring vs non-recurring)
2024 revenue breakdown


Source: Company, MST

Fig 12: Revenue growth in 2024 (recurring vs non-recurring)
2024 revenue growth (YoY)


Source: Company, MST

Fig 13: We have a DCF-based TP of THB11.9 (8.0% WACC, 2.5% terminal growth) for HUMAN

Unit: THB m	2,024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Terminal value
Cash flow from operations after lease-related payment	444	501	523	562	589	609	628	
CAPEX								
building improvement and equipment	-21	-20	-20	-20	-10	-10	-10	
computer software	-44	-40	-41	-44	-44	-46	-48	
Total capex	-65	-60	-61	-64	-54	-56	-58	
Dividend income	7	7	7	7	7	7	7	
Free cash flow to firm	351	448	469	505	542	560	577	10,693
Discount period			1	2	3	4	5	6
PV of FCFF			434	432	430	411	392	6,726
Sum of PV of FCFF at the end of FY25E		8,826						
Net debt/(cash)	-	851						
Other current and non-current investment		630						
Equity value		10,307						
# of shares		867.4						
End-FY25E TP (THB/share)		11.90						
Current price (THB/share)		8.05						
Upside to target price		47.8%						
Terminal growth	2.5%							
Cost of equity	8.0%							
Risk-free rate	3.00%							
Market return	10.40%							
Beta	0.68							
Debt weight	0% (net cash)							
Equity weight	100.0%							
WACC	8.0%							

Source: Company, MST

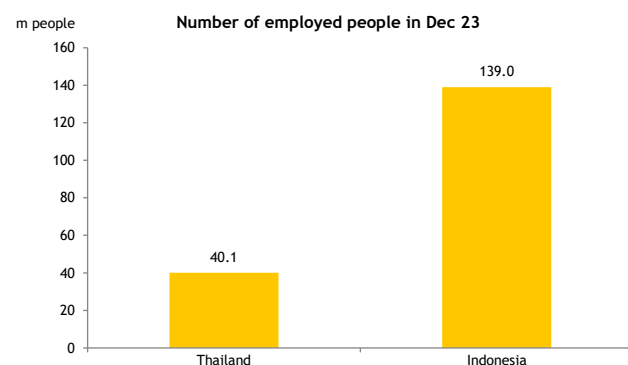
3.2 Bought 1.9% of outstanding shares so far

As of 9 Jun, HUMAN has spent THB129m buying 16.3m shares (1.9% of outstanding shares), implying an average purchase price of THB7.9/sh. In Feb 2025, the company announced a budget of THB250m to buy not more than 31.25m shares (3.6% of outstanding shares). We have not factored in share repurchase into our calculations of EPS and target price yet.

Value Proposition

- HUMAN is a provider of software as a service (SaaS) and business outsourcing, specialising in HR solutions.
- In May 2022, HUMAN merged with DataOn group, a leading HR-solutions provider in Indonesia, via a share swap.
- Since HUMAN and DataOn have become one entity, software developers from the two sides have combined their strengths in HRM, HRD and employee benefits to develop a new flagship software called Workplaze, which was completed in Mar 2023.

Number of employed people in 2023

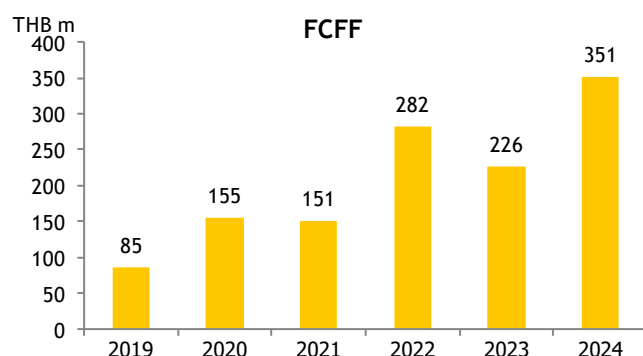


Source: Bank of Thailand, Trading Economics, MST

Financial Metrics

- HUMAN had no interest-bearing debt at the end of 2024. It only has lease liabilities related to the rent of office buildings and motor vehicles.
- The company's cash and financial investments were worth THB1.3b, or THB1.5/sh.
- The lack of interest-bearing debt stems from strong cash flow from operations and low capex requirement.

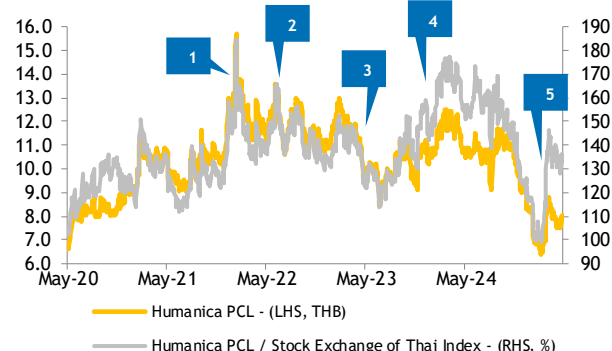
Free cashflow to firm



Source: Company, MST

Price Drivers

Historical share price trend



Source: Company, MST

1. In Dec 2021, investors were excited about the proposed merger of HUMAN and DataOn group, a leading provider of HR solutions in Indonesia.
2. HUMAN finished merging with DataOn in late-May 2022.
3. There were big sell-offs in small- and mid-cap stocks amid poor market sentiment, which was largely caused by political uncertainty in Thailand.
4. HUMAN has shown strong core EPS growth (both YoY and QoQ) in 3-4Q23.
5. Announcement of record-high 4Q24 core profit, higher dividend payment and share buyback led to the jump in share price.

Swing Factors

Upside

- Stronger-than-expected international expansion outside Thailand and Indonesia.
- Partnership with global providers of HR solutions.

Downside

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

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

Business Model & Industry Issues

- HUMAN is strong on the E or Environmental front. Its office building won LEED Award, Gold in 2021. LEED (Leadership in Energy and Environmental Design) is an internationally recognised green building certification. The company also has solid track record of software innovation, which could be beneficial to the environment as rising digital adoption usually leads to reduction of paper uses. Nevertheless, the company does not have data on greenhouse gas emission
- The low amount of employee training used to be HUMAN’s weak point. However, the company has ramped up average training hours per employee to 9.2 in 2023 from 5.8 in 2022 and 2.6 in 2021.
- The company has relied heavily on founder CEO Soontorn Dentham when approaching potential partners and large clients, implying governance risks in terms of concentrated executive power and unclear succession plan. Nevertheless, we believe the risk seems to have subsided as HUMAN has Gordon Enns, Chief Technology Officer, to help make important decisions. The CTO was one of the co-founders of Indonesia-based DataOn.

Material E issues

- HUMAN and its landlord have redesigned the office building with a focus on energy saving, water efficiency and CO2 emission reduction. The building won LEED Award, Gold from SCG Building and Living Care Consulting in 2021. LEED stands for Leadership in Energy and Environmental Design.
- HUMAN has used solar panels for electricity. In 2021-23, the solar panels accounted for 22% of the full-year consumption, up from 19% in 2019.
- HUMAN has a solid track record of software innovation. This is good for the environment because rising digital adoption usually leads to reduction of paper uses.
- In 2020, it won Best Innovative Company Awards from the Stock Exchange of Thailand.
- In Mar 2024, HUMAN disclosed historical data of Scope 1 and Scope 2 carbon emissions for the first time. Nevertheless, emission intensity (tCO2e/THBm of revenue) rose from 29% in FY22 to 46% in FY23 as employees were returning to work at the office after the pandemic risk subsided.

Material S issues

- In 2020, HUMAN decided to drop the numeric label of its flagship software Humatrix because the company started upgrading the software several times a year. The company’s mission is “to help the employees of our clients to work better and live happier”.
- HUMAN has ramped up average training hours per employee to 9.2 in 2023 from 5.8 in 2022 and 2.6 in 2021.
- In response to waves of Covid-19 outbreak, HUMAN has spent THB778,500 on donations (i.e. cash and essential products).

Key G metrics and issues

- HUMAN had seven board members at the end of 2023, and one was a woman. Two board members, CEO Soontorn Dentham and CTO Gordon Enns, were the executive directors.
- The company had 9 people on its executive committee, including three women.
- Key management compensation was THB51m (17% of net profit) in FY23. In FY22, key management compensation was THB43m (26% of net profit).
- The company’s governance principles focus on the responsibilities and effectiveness of its leaders. The management team reviews its succession plan with the CEO annually.
- HUMAN keeps upgrading/modernising its software with new modules by developing new applications and seeking new partners; this helps reduce the risk of its software becoming obsolete.
- The company completed its new flagship software, Workplaze, in Mar 2023. Ever since, it has added new features to the software as evidenced in heavy software capex of THB49m in FY23 (+120% YoY).

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).

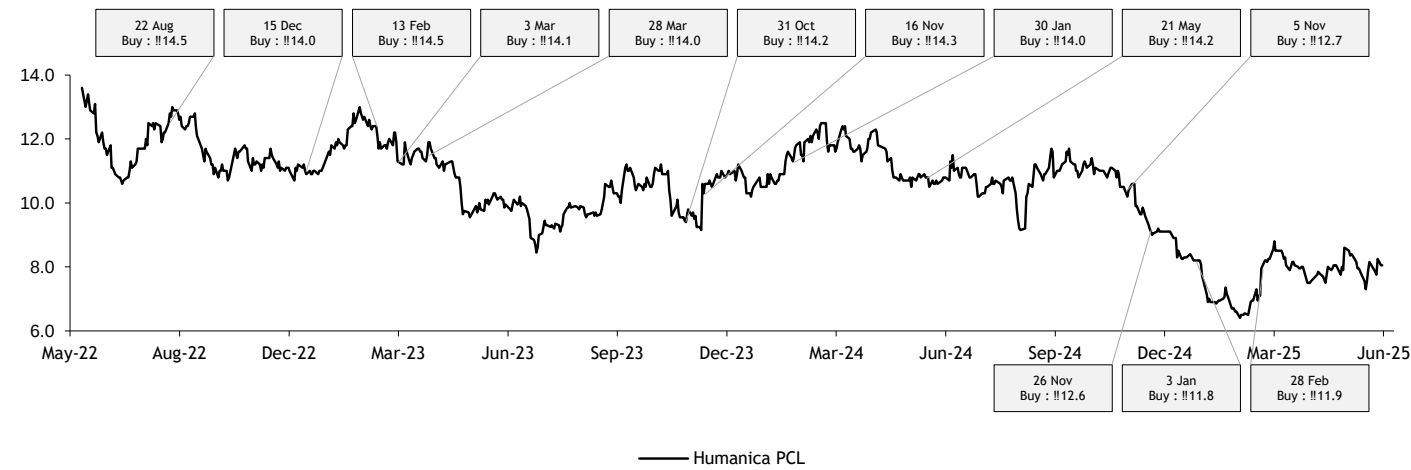
Quantitative Parameters (Score: 47)						
	Particulars	Unit	2021	2022	2023	BBIK TB (2023)
E	Scope 1	m tCO2e	N/A	7.4	7.1	N/A
	Scope 2	m tCO2e	274	292.3	591.8	N/A
	Total	m tCO2e	N/A	299.7	598.9	N/A
	Scope 3	m tCO2e	N/A	N/A	0.16	N/A
	Total	m tCO2e	N/A	N/A	599.06	N/A
	Scope 1 & 2 emission intensity	tCO2e/THBm	N/A	28.6%	46.0%	N/A
	Electricity usage per employee	kWh	1,241	1,149	957	N/A
	RE as % of electricity usage	%	22%	22%	22%	N/A
	Water usage per employee	cubic metre	7.9	5.6	5.7	N/A
	Use of paper at HQ	sheets	N/A	N/A	9,858	N/A
	Green building certified	sqm	6,392	6,392	6,392	N/A
S	% of women in workforce	%	62%	51%	50%	45%
	% of women in management roles	%	60%	58%	42%	57%
	% employee turnover (> 1 year of work)	%	32%	24%	10%	NA
	Average training hours	hours/person/year	2.6	5.8	9.2	389.0
	Customer satisfaction score	score	N/A	N/A	84%	84%
	Cyber security and personal data incidents	number	N/A	0	0	0
G	Directors' and management's compensations as % of net profit	%	22.2%	25.9%	16.6%	53.6%
	CG score by National CG Committee	stars	3	4	4	5
	Top management salary as % of profit	%	20.6%	24.3%	15.9%	NA
	Independent director (tenure<10 years) as % of BoD	%	67%	57%	57%	44%
	Women directors on board	%	17%	14%	14%	11%
	Qualitative Parameters (Score: 50)					
a) Is there an ESG policy in place and is there a standalone ESG Committee or is it part of the risk committee?						
Yes, it has ESG policies. HUMAN does not have a standalone ESG committee but ESG is a part of the executive committee's goals.						
b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?						
Yes.						
c) Does the company follow TCFD/GRI framework or any other framework for ESG reporting?						
Yes.						
d) Has the company been involved in controversies which have impacted their management/stock price performance						
No.						
e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?						
Installation of roof-top solar, now 22% of electricity usage; company's employee shuttle service is fully electric; 2-wheeler electric charging stations for employees.						
f) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?						
No.						
Target (Score: 100)						
Particulars			Target		Achieved in 2023	
ISO 27001 and 27701			Certify within 2024		Completed	
IT security & data privacy training to all staffs			100%		100%	
Emission reduction target/net zero			Net zero in 2065		N/A	
Generate Renewable energy to power all our clients' servicing servers by 2025			100%		22%	
Impact						
NA						
Overall Score: 61						
As per our ESG matrix, Humanica (HUMAN TB) has an overall score of 61.						
ESG score				Weights		
Quantitative				50%		
Qualitative				25%		
Target				25%		
Total				61		
As per our ESG assessment, HUMAN's strong points in social and governance aspects outweigh the impact of higher GHG emission. The company's overall ESG score is 61, higher than Maybank universe's average ESG rating of 50.						

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	29.9	27.3	18.5	16.5	14.4
Core P/E (x)	30.2	21.8	18.5	16.5	14.4
P/BV (x)	2.5	2.0	1.8	1.8	1.7
P/NTA (x)	6.6	4.8	4.3	3.9	3.6
Net dividend yield (%)	2.1	3.6	4.1	4.6	5.3
FCF yield (%)	4.2	5.9	7.1	7.4	7.9
EV/EBITDA (x)	17.0	11.8	10.0	8.9	8.0
EV/EBIT (x)	23.2	15.5	12.9	11.4	9.7
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	1,301.1	1,423.9	1,570.9	1,695.7	1,822.7
EBITDA	508.0	567.4	623.9	679.0	732.0
Depreciation	(68.9)	(67.0)	(71.8)	(75.6)	(76.5)
Amortisation	(66.0)	(67.9)	(71.9)	(75.6)	(51.4)
EBIT	373.1	432.5	480.2	527.8	604.2
Net interest income / (exp)	(13.0)	(9.9)	(8.9)	(7.6)	(6.3)
Associates & JV	(9.5)	(8.7)	(4.0)	(2.0)	(2.0)
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	7.9	4.6	6.8	6.8	6.8
Pretax profit	358.5	418.5	474.1	525.0	602.7
Income tax	(50.9)	(73.0)	(95.6)	(101.8)	(117.0)
Minorities	0.6	(1.6)	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	308.2	344.0	378.5	423.2	485.7
Core net profit	301.6	333.8	378.5	423.2	485.7
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	613.0	678.5	850.7	1,013.3	1,169.3
Accounts receivable	185.9	226.8	224.4	242.3	260.4
Inventory	6.4	3.9	3.9	3.9	3.9
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	49.1	46.3	41.2	36.1	30.1
Intangible assets	2,216.2	2,179.1	2,147.3	2,112.5	2,105.0
Investment in Associates & JVs	182.8	204.0	200.0	198.0	196.0
Other assets	845.9	877.0	869.8	857.4	849.4
Total assets	4,099.3	4,215.4	4,337.2	4,463.4	4,614.0
ST interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Accounts payable	60.4	74.2	125.8	135.0	144.1
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other liabilities	439.0	455.0	426.0	424.0	427.0
Total Liabilities	499.6	529.7	551.7	559.4	571.5
Shareholders Equity	3,578.0	3,680.1	3,782.7	3,899.2	4,036.3
Minority Interest	21.7	5.7	2.9	4.8	6.2
Total shareholder equity	3,599.7	3,685.8	3,785.5	3,904.0	4,042.5
Total liabilities and equity	4,099.3	4,215.4	4,337.2	4,463.4	4,614.0
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	358.5	418.5	474.1	525.0	602.7
Depreciation & amortisation	134.8	134.9	143.6	151.1	127.9
Adj net interest (income)/exp	13.0	9.9	8.9	7.6	6.3
Change in working capital	2.0	32.0	25.8	(1.1)	(0.7)
Cash taxes paid	(54.3)	(72.1)	(95.6)	(101.8)	(117.0)
Other operating cash flow	(0.6)	(26.9)	(2.8)	(4.8)	(4.8)
Cash flow from operations	453.5	496.4	554.1	576.0	614.3
Capex	(67.8)	(65.2)	(60.0)	(60.8)	(63.9)
Free cash flow	385.7	431.2	494.0	515.2	550.4
Dividends paid	(173.5)	(236.5)	(275.9)	(306.6)	(348.5)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other invest/financing cash flow	(183.3)	(152.1)	(45.9)	(45.9)	(45.9)
Effect of exch rate changes	(2.1)	22.9	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	26.9	65.5	172.2	162.6	156.0

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	24.4	9.4	10.3	7.9	7.5
EBITDA growth	55.3	11.7	10.0	8.8	7.8
EBIT growth	65.8	15.9	11.0	9.9	14.5
Pretax growth	87.9	16.7	13.3	10.7	14.8
Reported net profit growth	86.9	11.6	10.0	11.8	14.8
Core net profit growth	29.4	10.7	13.4	11.8	14.8
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	39.0	39.8	39.7	40.0	40.2
EBIT margin	28.7	30.4	30.6	31.1	33.1
Pretax profit margin	27.6	29.4	30.2	31.0	33.1
Payout ratio	61.9	75.7	75.7	75.7	75.7
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	23.7	24.2	24.1	25.0	26.6
Revenue/Assets (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Assets/Equity (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
ROAE (%)	8.8	9.5	10.1	11.0	12.2
ROAA (%)	7.5	8.0	8.9	9.6	10.7
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	18.7	19.8	6.2	(6.3)	(6.4)
Days receivable outstanding	51.9	52.2	51.7	49.5	49.6
Days inventory outstanding	3.9	2.7	1.9	1.7	1.6
Days payables outstanding	37.1	35.0	47.4	57.6	57.7
Dividend cover (x)	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3
Current ratio (x)	3.2	2.7	3.0	3.2	3.4
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	8.2	8.0	7.9	8.0	8.1
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net gearing (%) (excl. perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net interest cover (x)	28.7	43.7	53.9	69.5	96.6
Debt/EBITDA (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capex/revenue (%)	5.2	4.6	3.8	3.6	3.5
Net debt/ (net cash)	(613.0)	(678.5)	(850.7)	(1,013.3)	(1,169.3)

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: Humanica PCL (HUMAN TB)



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

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน สถานะทางการเงิน 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 ,บริษัทรวม 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" ที่เกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้เกิดการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้าเป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการละเมิดในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

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

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อยู่ในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ 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 ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุน

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

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

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Wedbush Securities Inc. ("Wedbush"), เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้อยู่ภายใต้ Wedbush ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ หาก Wedbush ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อจำกัดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจได้ว่า Wedbush 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 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้นทั้งนี้บริษัทฯ 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:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย 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) 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 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 11 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 11 มิถุนายน 2568, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

อินเดีย: ณ วันที่ 11 มิถุนายน 2568 และ ณ วันสิ้นเดือนก่อนวันที่ตีพิมพ์บทวิเคราะห์ฉบับนี้ MIBSI นักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง / ญาติไม่มีส่วนได้เสียทางการเงินหรือเป็นเจ้าของที่แท้จริงหรือเป็นผู้มีส่วนได้เสียในหุ้นใด ๆ หรือมีผลประโยชน์ทับซ้อนในบริษัทอื่นๆ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ในช่วงสิบสองเดือนที่ผ่านมา MIBSI และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องไม่ได้รับคำตอบแทนหรือผลประโยชน์อื่นใดจากบริษัทที่กล่าวถึงในบทวิเคราะห์หรือบุคคลที่สามที่เกี่ยวข้องกับบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

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

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่กลุ่มทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ 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	RPH	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	TPIPL		



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	SM D	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	SMIT	THIP	TWPC
AIE	BTG	DUSIT	IFS	MAJOR	PDJ	RABBIT	SMPG	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	VBHA
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	CRG	GULF	KSL	NRF	PT	SENA	TASCO	TSC	
BEC	CSC	GUNKUL	KTG	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	QHPF	SKY	TEFFIF	UAC
AFC	BIZ	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AGE	BJC	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQU
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	BTSIGIF	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