

TTW (TTW TB)

สร้างเสถียรภาพระยะยาว

คงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 10.50 บาท

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” หุ้น TTW และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 10.50 บาท จากเดิม 10.00 บาท เพื่อสะท้อนการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบาง (LPCL) เราชอบ TTW เนื่องจาก 1) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงและยั่งยืนที่ 6.9% และ 2) มูลค่าหุ้นที่น่าสนใจ โดยซื้อขายที่ P/E ล่วงหน้า 12.3 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย P/E ล่วงหน้าในรอบ 5 ปีอยู่ -1SD ราคาเป้าหมายสิ้นปี 68 ที่ 10.50 บาท คำนวณจาก DCF โดยใช้ WACC ที่ 7.4% ซึ่งสะท้อน P/E ปี 68 ที่ 14.7 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในอดีตของ TTW ที่ 14.3 เท่า

ลงทุนในโครงการ LPCL

หลังจากที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในการเข้าซื้อหุ้น 10% ในโครงการ LPCL เราได้รวมโครงการนี้เข้าในการประมาณการทางการเงิน โดยใช้สมมติฐานหลักหลายประการ ได้แก่ มูลค่าการลงทุนรวมของโครงการอยู่ที่ 1.5 แสนล้านบาท ใช้การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DCF ระยะเวลา 35 ปี สอดคล้องกับอายุของสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) เราประเมินอัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน (Equity IRR) ที่ 8.4% จากสมมติฐานเหล่านี้ คาดว่าการลงทุนใน LPCL จะเพิ่มมูลค่าให้กับ TTW ราว 0.50 บาทต่อหุ้น โดยคาดว่า LPCL จะเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรให้กับ TTW ประมาณ 271 ล้านบาทในปี 73 ซึ่งจะส่งผลให้กำไรปีนั้นเพิ่มขึ้น 10%

ลดความเสี่ยงจากสัญญาซื้อน้ำหมดอายุในปี 77

นอกเหนือจากผลตอบแทนทางการเงินโดยตรง เรามองว่าการลงทุนใน LPCL มีนัยสำคัญเชิงกลยุทธ์ โดยจะช่วยให้ TTW ขยายธุรกิจเข้าสู่ธุรกิจพลังงาน อีกทั้งยังเป็นการกระจายความเสี่ยงจากการสิ้นสุดของสัญญาซื้อน้ำในพื้นที่กรุงเทพฯ ผังตะวันตก ซึ่งจะหมดอายุในกลางปี 2577

จ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ

เราคาดว่า TTW จะคงจ่ายเงินปันผลที่ 0.60 บาทต่อหุ้น โดยได้รับแรงหนุนจากอัตราการจ่ายปันผลที่เพิ่มขึ้นจาก 80% ในช่วงปี 63-65 เป็น 85% สำหรับปี 68-72 อัตราปันผลที่คาดว่าจะ 0.60 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 6.9% โดยนโยบายการจ่ายเงินปันผลของ TTW ยังคงเดิม คือ จ่ายไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิให้แก่ผู้ถือหุ้น

FYE Dec (THB m)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	5,526	4,034	5,020	5,068	5,117
EBITDA	4,155	2,670	3,588	3,556	3,580
Core net profit	2,922	2,751	2,849	2,786	2,811
Core EPS (THB)	0.73	0.69	0.71	0.70	0.70
Core EPS growth (%)	(1.4)	(5.8)	3.6	(2.2)	0.9
Net DPS (THB)	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
Core P/E (x)	12.5	13.2	12.2	12.5	12.3
P/BV (x)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1
Net dividend yield (%)	6.6	6.6	6.9	6.9	6.9
ROAE (%)	19.5	17.8	17.9	17.1	16.8
ROAA (%)	14.0	13.7	13.1	11.8	11.7
EV/EBITDA (x)	9.1	14.0	10.5	10.6	10.5
Net gearing (%) (incl perps)	8.5	5.8	19.0	17.5	16.0
Consensus net profit	-	-	2,994	3,111	na
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(4.8)	(10.5)	na

Natchaphon Rodjanarowan
natchaphon.rodjanarowan@maybank.com
(66) 2658 5000 ext 1393

BUY

Share Price	THB 8.70
12m Price Target	THB 10.50 (+28%)
Previous Price Target	THB 10.00

Company Description

TTW produces and distributes tap water, and invests in the power utilities business.

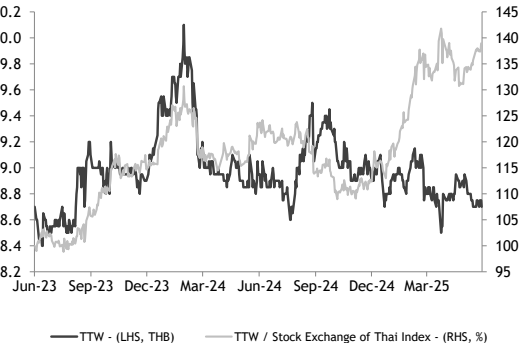
Statistics

52w high/low (THB)	9.50/8.50
3m avg turnover (USDm)	0.4
Free float (%)	36.1
Issued shares (m)	3,990
Market capitalisation	THB34.7B
	USD1.1B

Major shareholders:

Mitsui Water Holding (Thailand)	26.0%
Ch.Karnchang PCL	19.4%
Bangkok Expressway and Metro PCL	18.5%

Price Performance



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

Source: FactSet

Other stocks mentioned

CK - CK TB, CP THB14, BUY, TP THB27.5
CKP - CKP TB, CP THB2.5, BUY, TP THB4.5
GULF - GULF TB, CP THB42.75, HOLD, TP THB42.75

Abbreviations explained

PPA - Power Purchase Agreement
PWA - Provincial Waterworks Authority
LPCL - Luang Prabang hydropower plant
PTW - Pathum Thani Water
EIRR - Equity Internal Rate of Return
COD - Commercial Operation Date
MW - Megawatt
CU.M. - Cubic meter

ESG@MAYBANK IBG
Tear Sheet Insert

1. Investment in LPCL project

1.1 Earnings stability in the long term

On 10 April 2025, TTW held its Annual General Meeting (AGM). One of the key agendas was to consider and approve the investment in the Luang Prabang project (LPCL), a hydropower plant under development in Laos with an installed capacity of 1,460MW. The AGM approved the acquisition of a 10% stake in LPCL for a total value not exceeding THB4,597m.

The investment amount of THB4,597m is divided into two parts. The first is an acquisition payment of THB2,765m for shares purchased from CK (CK TB, CP THB14, BUY, TP THB27.5), which is expected to be completed within 3Q25. The second part comprises TTW's commitment to future capital increases in LPCL, amounting to THB1,832m, to support the plant's ongoing construction and development.

The LPCL project has signed a 35-year Power Purchase Agreement (PPA) with EGAT and is expected to commence commercial operations within FY30. The major shareholders in the project include CKP, holding a 50% stake (CKP TB, CP THB2.5, BUY, TP THB4.5), GULF with a 20% stake (GULF TB, CP THB42.75, HOLD, TP THB42.75), and CK, which will hold 10% following the completion of the transaction.

With the AGM's approval, we have incorporated the LPCL project into our financial forecasts using several key assumptions. We assume the project's total investment cost to be THB150b. We apply a 35-year discounted cash flow (DCF) valuation method aligned with the PPA term. Our model also assumes a debt-to-equity ratio of 75:25 and expects the project to achieve COD in early FY30. We forecast an equity internal rate of return (IRR) of 8.4%. Based on these assumptions, the incremental value from TTW's investment in LPCL is estimated at THB0.5 per share.

We expect the LPCL project to contribute THB271m in share of profit to TTW in FY30, which would result in a 10% increase to our earnings forecast for that year. Over the 35-year term of the project, we estimate an average annual share of profit to TTW of THB599m.

Fig 1: LPCL project detail

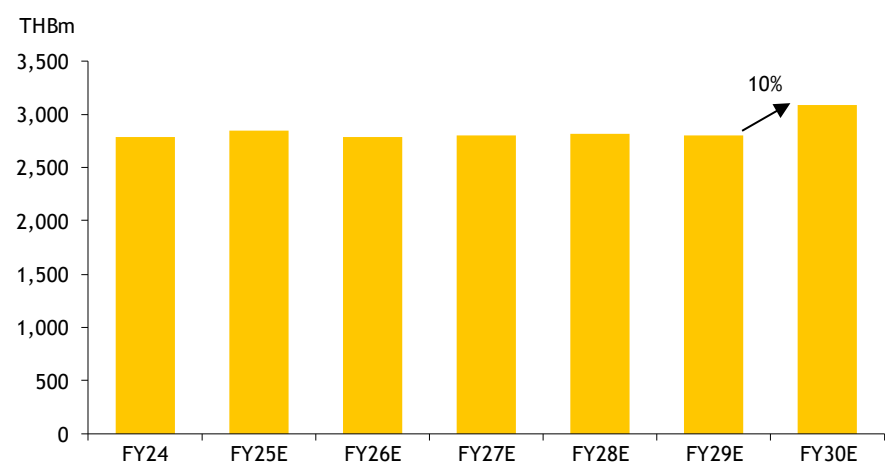
LPCL project	
Power type	Hydropower
Capacity (MW)	1,460
% Stake	10%
Investment cost (TTW's stake)	4,597
COD	FY30
PPA term	35 years

Source: Company, MST

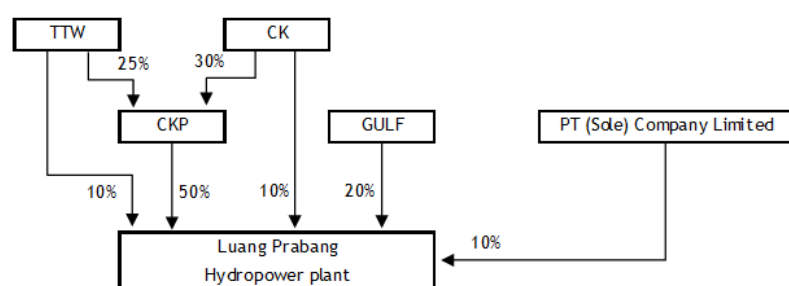
Fig 2: LPCL - valuation assumption

Key assumption	
Method	DCF
Duration	35 years
Debt: Equity	75:25
Equity IRR (%)	8.4%
Average share of profit (THBm)	599

Source: Company, MST

Fig 3: Our earnings forecasts for TTW

Source: Company, MST

Fig 4: Shareholding structure of LPCL following the completion of the transaction

Source: Company, MST

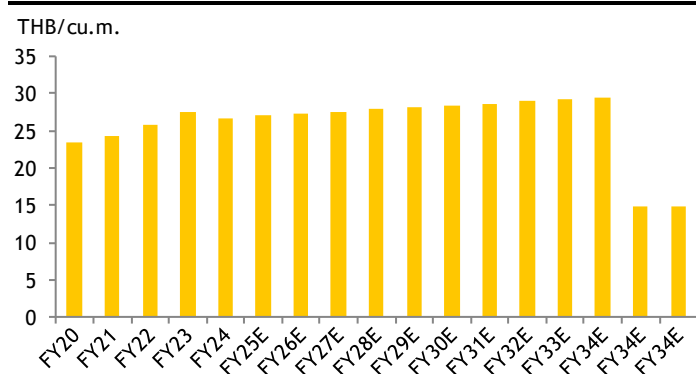
1.2 Mitigates FY34 risk in water purchase agreement

Beyond the direct financial benefits, we view TTW's investment in LPCL positively from a strategic perspective, as it enables the company to diversify into the power business. Additionally, we believe this investment will help TTW mitigate risks associated with the expiration of its water purchasing agreement in the western Bangkok area, which is scheduled to end in mid-FY34.

It is worth recalling that TTW's subsidiary, Pathum Thani Water (PTW), which operates in the northern Bangkok area, saw its concession expire in Oct 2023. PTW was granted a new lease contract, replacing the former concession. However, this change led to a 50% reduction in the selling price to the Provincial Waterworks Authority (PWA). Given this precedent, we see a similar risk looming for the water purchase agreement in the western Bangkok area, which is directly operated by TTW. We continue to apply a conservative assumption that TTW will secure a new contract in mid-FY34, also with a 50% cut in the selling price. This would have a full-year impact on TTW's performance starting FY35.

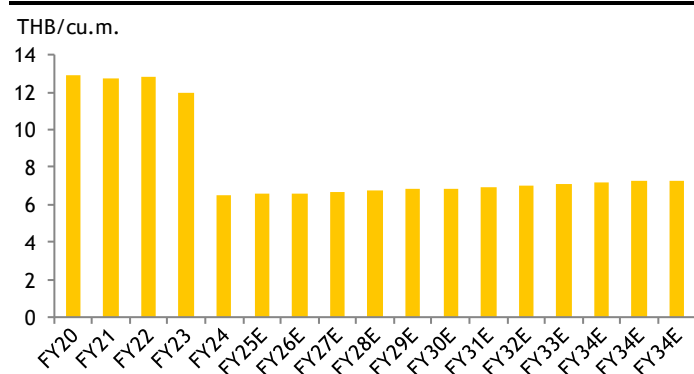
In our view, the investment in LPCL significantly reduces this earnings risk and provides TTW with a stable alternative revenue stream after the current agreement expires.

Fig 5: TTW - Average selling price assumption



Source: Company, MST

Fig 6: PTW - Average selling price assumption



Source: Company, MST

2. Financials

2.1 Earnings revision

We revise up our earnings forecasts for FY25-26E by 9% and 6%, respectively. These adjustments reflect a stronger-than-expected performance in FY24, driven by higher-than-anticipated sales volume and lower-than-expected SG&A expenses. FY24 also represents a new earnings base for TTW following the contractual change at PTW, where the company moved from a concession to a lease agreement.

Fig 7: Earnings revision

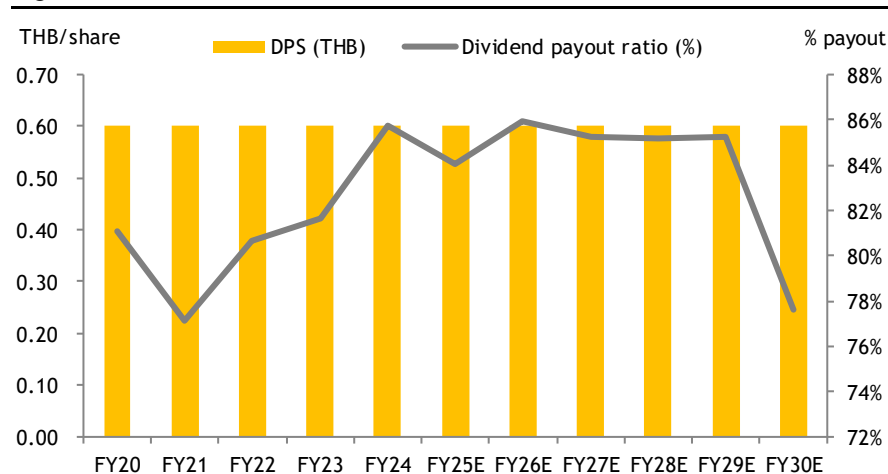
Income Statement Yr-end Dec (THBm)	Actual		New forecasts		Previous forecasts		% Change	
	FY24	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
Sales	4,034	5,020	5,068	5,117	4,960	5,008	1.2	1.2
Total revenue	5,112	5,148	5,196	5,245	5,100	5,147	0.9	0.9
Cost of goods sold	1,639	1,685	1,774	1,806	1,662	1,750	1.4	1.3
Gross profit	3,474	3,462	3,422	3,439	3,438	3,397	0.7	0.7
SG&A	302	333	336	338	368	371	-9.4	-9.4
Operating profit	3,172	3,129	3,087	3,101	3,070	3,027	1.9	2.0
Equity income	336	529	558	573	529	554	-0.0	0.8
EBIT	3,507	3,658	3,645	3,674	3,397	3,379	7.7	7.9
Interest expense	131	154	199	199	118	90	30.4	120.9
EBT	3,376	3,504	3,446	3,475	3,279	3,289	6.9	4.8
Income tax	616	648	653	659	650	657	-0.3	-0.5
Minority interests	9	7	7	7	6	6	16.6	16.6
Net income	2,791	2,849	2,786	2,809	2,623	2,626	8.6	6.1
Extra items	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A
Core profit	2,791	2,849	2,786	2,809	2,623	2,626	8.6	6.1
Ratio analysis								
Gross margin (%)	67.9	67.3	65.9	65.6	67.4	66.0	-0.1	-0.1
SGA/Total revenue (%)	5.9	6.5	6.5	6.4	7.2	7.2	-0.7	-0.7
Operating profit margin (%)	62.0	60.8	59.4	59.1	60.2	58.8	0.6	0.6
Net profit margin (%)	54.6	55.3	53.6	53.6	51.4	51.0	3.9	2.6
Key factors								
Sales volume (m cu.m.)	301	300	300	300	278	278	8.1	8.1
Average selling price (THB/cu.m.)	16.0	16.1	16.3	16.5	17.2	17.4	-6.2	-6.2

Source: Company, MST

2.2 Stability on dividend payment

We expect TTW to maintain a dividend per share (DPS) of THB0.60, supported by a projected increase in its dividend payout ratio from 80% in FY20-22 to 85% for FY25-29. The projected DPS of THB0.60 implies a dividend yield of 6.9%. TTW's dividend policy remains unchanged, with a commitment to distribute not less than 50% of net profit to shareholders.

Fig 8: Forecast DPS



Source: Company, MST

3. Valuation and recommendation

3.1 Reiterate BUY, new TP of THB10.5

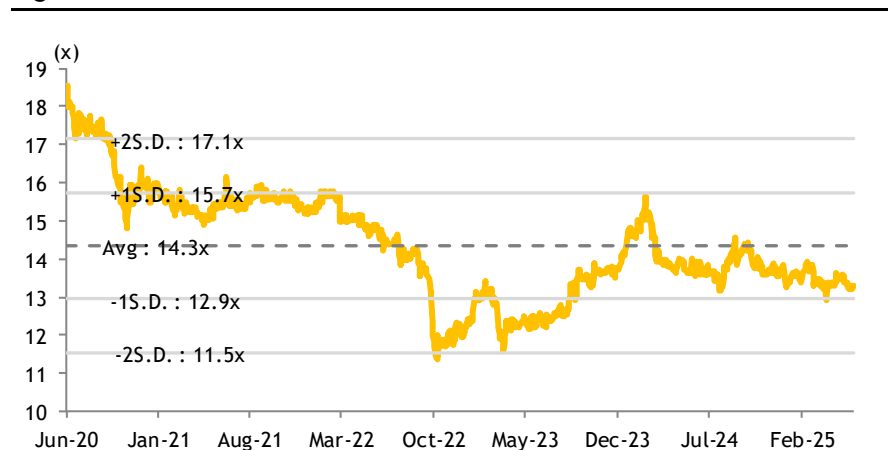
Attractive 6.9% dividend yield

We reiterate BUY on TTW but raise our TP to THB10.5 as an investment in LPCL. We like TTW due to 1) its high and sustainable dividend yield of 6.9%; 2) attractive valuation, trading at 12.3x forward P/E, at below -1SD its 5-year forward P/E.

Raise TP by 5% to THB10.5

We raise our TP for TTW from THB10.0 to THB10.5 after factoring in the project into our forecast. Our end-FY25 DCF-based target price of THB10.5 uses a WACC of 7.4%. Our target price implies 14.7x FY25E P/E, in line with TTW's historical average of 14.3x.

Fig 9: TTW - P/E band

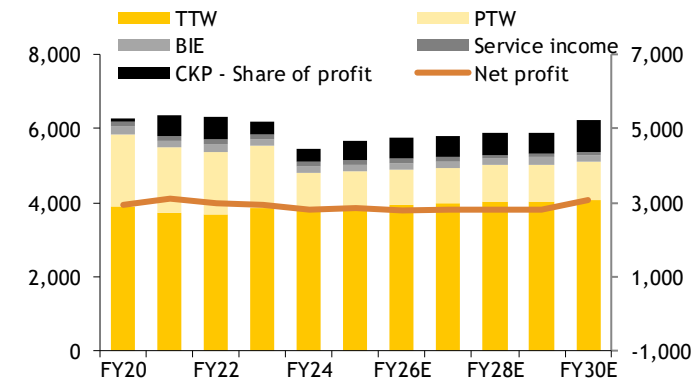


Source: Company, MST

Value Proposition

- TTW is Thailand's private producer of tap water, supplying to the Provincial Waterworks Authority (PWA).
- Pathum Thani Waterworks (PTW) is a 98%-owned subsidiary of TTW. PTW produces and distributes water to the PWA in the Pathum Thani-Rangsit area.
- The tap water business makes up the biggest proportion of TTW's total revenue and equity income.
- Tap water sales rely on a contract with the PWA.
- Based on historical data, TTW pays a DPS of THB0.60, which we expect to be sustained.

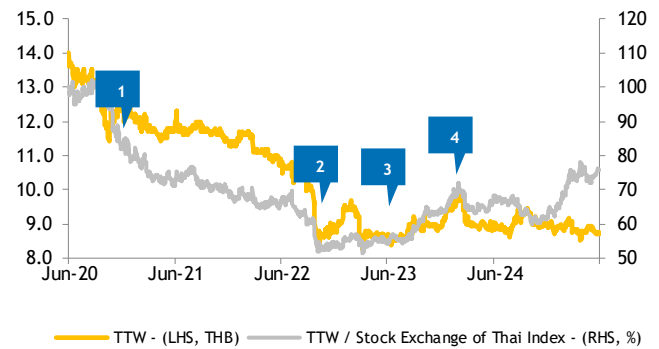
Revenue and net profit forecasts



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



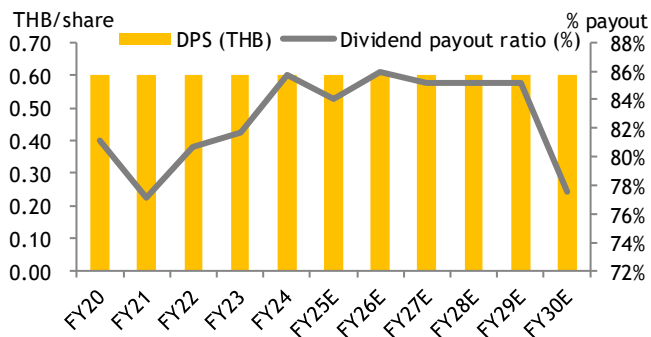
Source: Company, MST

1. First phase of Covid-19 in Thailand, causing the circuit breaker on the SET to be triggered twice.
2. Share price downtrend due to uncertainty about PTW's contract that expired in Oct'23.
3. Negotiations between PTW and PWA on the new contract.
4. PTW secures operation and maintenance contract to operate tap water supply with a new base selling price.

Financial Metrics

- TTW's earnings growth is based on sales volume and selling prices. The sales volume depends on tap water demand in areas where it operates, while the selling price is linked to movements in the consumer price index (CPI).
- We expect TTW to distribute an annual dividend of THB0.60/share for FY25E onwards, implying a 6.9% dividend yield.

DPS forecasts



Source: Company

Swing Factors

Upside

- Increase in water sales volume and selling prices.
- Weather conditions resulting in a good supply of water from natural sources.
- Downtrend of Thai 10-year government bond yield.

Downside

- Uncertainty about contract renewal.
- Risk of lower dividend paid.
- A resumption of the uptrend in the Thai 10-year government bond yield.

Risk Rating & Score¹	28.2 (Medium risk)
Score Momentum²	+1.8
Last Updated	20 Apr 2023
Controversy Score³ (Updated: 19 Jan 2024)	No evidence of controversies

Business Model & Industry Issues

- TTW is the producer and distributor of tap water to PWA. This is instead of using groundwater, in order to solve land subsidence problems and permeation of seawater into underground water sources.
 - TTW has developed a sustainability strategy to establish the sustainable development measures of the TTW Group as a guideline for sustainable business operations, in accordance with the organization's sustainability policy and Sustainable Development Goals (SDGs) of the United Nations.
- TTW was selected as Thailand Sustainability Investment for the year 2022 for the 7th consecutive year by the Stock Exchange of Thailand. TTW also has received the ASEAN Asset Class PLCs award, reinforcing its commitment to improving corporate governance.

Material E issues

- The company operates tap water production with a zero-discharge model, which is tap water production without loss of water. In addition, the residual sludge from the tap water production process is dewatered and returned to the new production process.
- The company also operates a wastewater management business with an upward trend of treated wastewater volume in the past 6 years.
- The company defines air-pollution control as: 1) establishing an environmental quality inspection plan; and 2) establish measures and procedures for vehicle inspection.
- Through its water-recycling plan and 3 water treatment plants, the company has reduced water consumption from natural sources in the past 3 years.

Material S issues

- The company manages human resources with efficiency and fairness in accordance with standards, laws and international labour charters. Employee satisfaction was 92% in FY22 vs 75% in FY19.
- Encourage staff to develop the necessary knowledge and skills according to the employee's development plan and promote creativity in working through Kaizen activities. Staff training hours for FY22 were 6,117 vs 4,719 in FY19. Supports the occupational health and safety management system by establishing operational manuals and safety standards in accordance with the nature of work and creating a safe working culture throughout the organization. The company had zero accidents from operations in FY22.

Key G metrics and issues

- The Board of Directors consists of 12 members, with 8 Executive Directors and 4 Independent Directors. The company has independent directors, representing more than 33% of the total number of directors, according to the principles of good corporate governance. EY Office Company Limited is the auditor.
- To ensure effective checks and balances of power, the chairman of the board, the CEO, and managing director roles are held by different individuals, and do not hold any positions on the sub-committee.
- The Risk Management and Corporate Governance Committee is responsible for overseeing CSR/Sustainability activities. In 2022, the company did not receive any complaints from stakeholders or violate any codes of conduct.
- The company is committed to complying with anti-corruption laws in accordance with the Organic Act on Counter Corruption (No.3) B.E. 2558 (2015) with additional provisions of Section 123/5, which prescribe liability for persons that bribe government officials, company personnel at all levels, and the company group.

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: 70)						
	Particulars	Unit	2020	2021	2022	GPSC TB (2022)
E	Scope 1 GHG emissions	tCO2e	NA	NA	NA	12,700,000
	Scope 2 GHG emissions	tCO2e	91,431	81,813	71,168	30,000
	Total	tCO2e	91,431	81,813	71,168	12,730,000
	Scope 3 GHG emissions	tCO2e	20,482	13,625	13,626	1,500,000
	Total	tCO2e	111,913	95,438	84,794	14,230,000
	Scope 2 emission intensity	kgCO2e/m3	0.287	0.281	0.258	NA
	Green energy share of capacity	%	2.4%	2.6%	3.1%	26%
	Electricity consumption intensity	kWh/m3	0.569	0.556	0.507	NA
	Treated wastewater volume	m cum	5.1	5.3	6.7	99.1%
	Using water from natural source	m cum	340.8	305.3	285.2	95.7%
	% of debt from green instruments	%	0%	0%	0%	14%
	NOx (excluding N2O)	tons	<200 ppm	<200 ppm	<200 ppm	12,614
	SOx	tons	< 950 ppm	< 950 ppm	< 950 ppm	3,522
	SPM/particulate matter (PM10)	tons	NA	NA	NA	475
S	% of women in workforce	%	18.0%	18.0%	18.0%	29.4%
	% of women in management roles	%	46%	47%	49%	29.7%
	Lost time injury frequency rate	number	0	0	0	0
	Average training hours per employee	hours	10	10	19	NA
	Customer satisfaction score	score	97	95	95	NA
G	MD/CEO salary as % of net profit	%	0.9%	1.0%	1.1%	15.9%
	Top 10 employees salary as % of profit	%	NA	NA	NA	NA
	Independent director tenure <10 years	%	33%	33%	33%	46%
	Women directors on board	%	17%	17%	17%	15%

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?	<i>The company has a Corporate Governance and Sustainability Committee that formulates policies and strategies. The company has various policies covering different aspects of ESG. There are KPIs, business objectives, governance enablers and risks for each of the segments.</i>
b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?	<i>No.</i>
c) Does the company follow the task force of climate related disclosures (TCFD) framework for ESG reporting?	<i>No.</i>
e) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions - which parameters are captured?	<i>The company has conducted "The Greenhouse Gas Emission Assessment from the Business Process Project" covering 3 scopes. The company hires a consultant, Green Style Co., Ltd, to assess and prepare a report on the amount of GHG emissions.</i>
f) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>The company has installed a solar rooftop system and has the potential to install solar rooftops totalling installed capacity of 3.4GWdc. It's working on improving the efficiency of its machines, which would reduce energy usage and improve water output. It's using composting for waste management.</i>
g) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	<i>No</i>

Target (Score: 67)		
Particulars	Target	Achieved
Water recycling proportion is not less than 2% of total water in production process	2.0%	2.4%
Decrease of GHG (scope 1-3) of not less than 0.03% YoY for 2022-25	0.03%	13.0%
Decrease of electricity consumption of not less than 1% YoY for 2022-25	1.0%	14.4%
Impact		
NA		
Overall Score: 64		
As per our ESG matrix TTW has an overall score of 64.		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	70	35
Qualitative	25%	50	13
Target	25%	67	17
Total			64

As per our ESG assessment, TTW has established ESG policies that have been integrated well into its tap water business and it has itemized medium to long-term targets for "E" and "S". TTW has clear medium-term to reduce water and electricity consumption. TTW's overall ESG score is 64, which makes its ESG rating above the Maybank average of 50.

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	12.1	13.2	12.2	12.5	12.3
Core P/E (x)	12.5	13.2	12.2	12.5	12.3
P/BV (x)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1
P/NTA (x)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1
Net dividend yield (%)	6.6	6.6	6.9	6.9	6.9
FCF yield (%)	12.3	10.9	11.8	11.6	11.8
EV/EBITDA (x)	9.1	14.0	10.5	10.6	10.5
EV/EBIT (x)	11.9	17.8	12.6	12.7	12.6

INCOME STATEMENT (THB m)

Revenue	5,526.0	4,033.8	5,019.9	5,068.3	5,117.2
EBITDA	4,154.9	2,669.5	3,588.2	3,555.6	3,579.6
EBIT	3,192.4	2,092.9	3,001.6	2,959.0	2,973.0
Net interest income / (exp)	(146.8)	(131.1)	(153.6)	(198.6)	(198.6)
Associates & JV	365.2	335.9	528.6	558.2	573.0
Other pretax income	120.8	1,078.7	127.6	127.6	127.6
Pretax profit	3,531.6	3,376.3	3,504.2	3,446.2	3,475.0
Income tax	(595.8)	(616.4)	(648.0)	(653.3)	(658.7)
Minorities	(14.0)	(8.7)	(7.1)	(7.2)	(7.3)
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	2,921.8	2,751.2	2,849.1	2,785.6	2,811.1
Core net profit	2,921.8	2,751.2	2,849.1	2,785.6	2,811.1

BALANCE SHEET (THB m)

Cash & Short Term Investments	3,027.8	2,753.0	3,555.6	3,723.7	3,908.9
Accounts receivable	467.0	491.9	552.2	557.5	562.9
Inventory	29.9	28.4	25.1	25.3	25.6
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	875.9	951.4	887.4	860.5	833.5
Intangible assets	8,889.5	8,799.7	8,204.4	7,667.0	7,129.5
Investment in Associates & JVs	6,826.8	7,024.6	10,094.9	10,887.8	11,675.2
Other assets	54.4	45.5	43.3	45.5	47.8
Total assets	20,171.3	20,094.5	23,362.9	23,767.3	24,183.4
ST interest bearing debt	672.6	2,072.8	11.2	11.2	0.0
Accounts payable	153.5	261.0	151.4	159.7	162.6
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	3,656.8	1,587.2	6,624.8	6,620.0	6,620.0
Other liabilities	513.0	569.0	509.0	510.0	511.0
Total Liabilities	4,995.5	4,489.8	7,296.0	7,300.5	7,293.3
Shareholders Equity	15,239.5	15,671.2	16,126.3	16,517.9	16,933.0
Minority Interest	42.3	39.6	46.7	53.9	61.2
Total shareholder equity	15,281.9	15,710.9	16,173.0	16,571.9	16,994.2
Total liabilities and equity	20,277.4	20,200.6	23,469.0	23,872.4	24,287.5

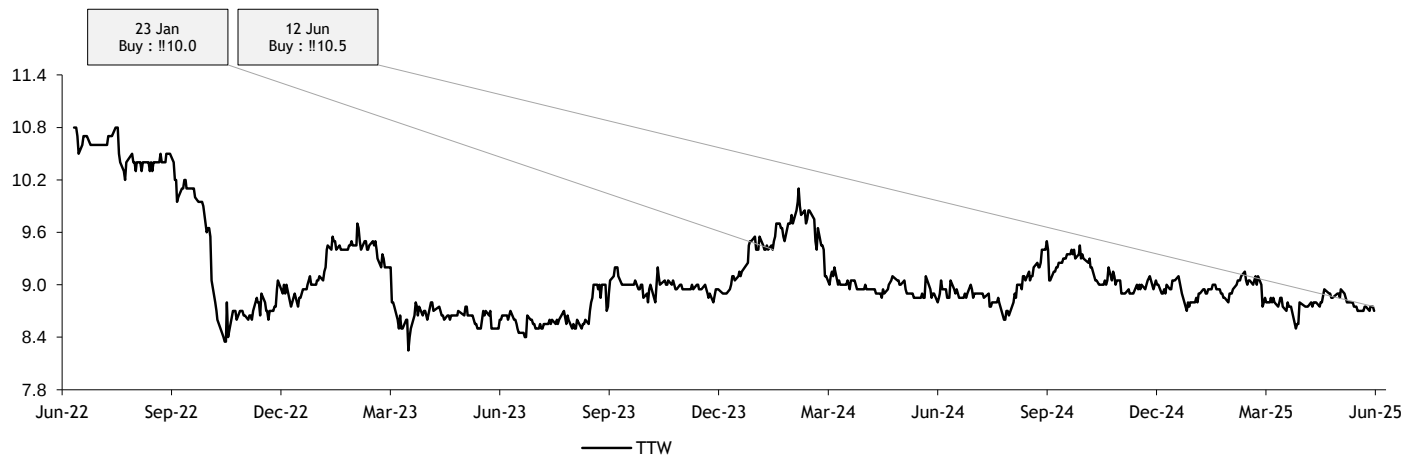
CASH FLOW (THB m)

Pretax profit	3,531.6	3,376.3	3,504.2	3,446.2	3,475.0
Depreciation & amortisation	962.5	576.6	586.6	596.6	606.6
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	4,494.1	3,952.9	4,090.8	4,042.8	4,081.6
Free cash flow	4,494.1	3,952.9	4,090.8	4,042.8	4,081.6
Other invest/financing cash flow	(4,829.2)	(4,227.7)	(3,288.2)	(3,874.7)	(3,896.4)
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	(335.1)	(274.8)	802.6	168.1	185.2

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	(0.9)	(27.0)	24.4	1.0	1.0
EBITDA growth	(5.5)	(35.8)	34.4	(0.9)	0.7
EBIT growth	(3.6)	(34.4)	43.4	(1.4)	0.5
Pretax growth	(2.8)	(4.4)	3.8	(1.7)	0.8
Reported net profit growth	(1.4)	(5.8)	3.6	(2.2)	0.9
Core net profit growth	(1.4)	(5.8)	3.6	(2.2)	0.9
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	75.2	66.2	71.5	70.2	70.0
EBIT margin	57.8	51.9	59.8	58.4	58.1
Pretax profit margin	63.9	83.7	69.8	68.0	67.9
Payout ratio	81.9	87.0	84.0	85.9	85.2
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	52.9	68.2	56.8	55.0	54.9
Revenue/Assets (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Assets/Equity (x)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
ROAE (%)	19.5	17.8	17.9	17.1	16.8
ROAA (%)	14.0	13.7	13.1	11.8	11.7
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	10.3	3.7	(0.9)	13.0	12.4
Days receivable outstanding	31.9	42.8	37.4	39.4	39.4
Days inventory outstanding	5.1	6.4	5.7	5.1	5.1
Days payables outstanding	26.7	45.5	44.1	31.6	32.1
Dividend cover (x)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
Current ratio (x)	3.2	1.2	9.5	9.7	10.3
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	4.0	4.5	3.2	3.3	3.3
Net gearing (%) (incl perps)	8.5	5.8	19.0	17.5	16.0
Net gearing (%) (excl. perps)	8.5	5.8	19.0	17.5	16.0
Net interest cover (x)	21.7	16.0	19.5	14.9	15.0
Debt/EBITDA (x)	1.0	1.4	1.8	1.9	1.8
Capex/revenue (%)	na	na	na	na	na
Net debt/ (net cash)	1,301.7	907.1	3,080.3	2,907.4	2,711.1

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: TTW (TTW 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

บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำมาเพื่อลูกค้าของ 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 หรือคำแนะนำต่างๆ 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

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงเกี่ยวกับการทุจริตคอร์รัปชัน (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, ภาษี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 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”) เป็น ส่วนหนึ่งของ 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 16 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 16 มิถุนายน 2568, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

อินเดีย: ณ วันที่ 16 มิถุนายน 2568 และ ณ วันสิ้นเดือนก่อนวันที่ตีพิมพ์บทวิเคราะห์ฉบับนี้ MIBSI นักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง / ญาติไม่มีส่วนได้เสียทางการเงินหรือเป็นเจ้าของที่แท้จริงหรือเป็นผู้มีส่วนได้เสียในหุ้นใด ๆ หรือมีผลประโยชน์ทับซ้อนในบริษัทอื่นๆ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ในช่วงสิบสองเดือนที่ผ่านมา MIBSI และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องไม่ได้รับคำตอบแทนหรือผลประโยชน์อื่นใดจากบริษัทที่กล่าวถึงในบทวิเคราะห์หรือบุคคลที่สามที่เกี่ยวข้องกับบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว 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

						Score Range	Number of Logo	Description
AAV	BR	ETE	KEX	OSP	SC	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ABM	BRI	FLOYD	KKP	PAP	SCAP	80-89	▲▲▲▲	Very Good
ACE	BRR	FN	KSL	PB	SCB	70-79	▲▲▲	Good
ACG	BSRC	FPI	KTB	PCC	SCC	60-69	▲▲	Satisfactory
ADVANC	BTG	FPT	KTC	PCSGH	SCCC	50-59	▲	Pass
AE	BTS	FVC	KTMS	PDJ	SCG	Lower than 50	No logo given	N/A
AF	BTW	GABLE	KUMWEL	PEER	SCGD			
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	WIK
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	QHPP	SKY	TFIF	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	BTSGIF	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