

Thai Life Insurance (TLI TB)

ยังแกร่งท่ามกลางความไม่แน่นอน

คงคำแนะนำ “ซื้อ” หุ้น Defensive ที่แข็งแกร่ง

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” หุ้น TLI โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 16 บาท (อิงจากอัตราส่วน P/EV ที่ 1.0 เท่า) ท่ามกลางสภาพแวดล้อมทั้งในประเทศและต่างประเทศที่มีความไม่แน่นอนสูง เรามองว่า TLI เป็นหุ้นเชิงรับ (Defensive) ที่น่าสนใจ โดยได้รับแรงหนุนจาก 1) ความผันผวนของกำไรต่ำภายใต้มาตรฐานบัญชีใหม่ โดยเราคาดว่ากำไรปกติในปี 68-70 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 7% 2) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดที่ระดับ 5.5% ในปี 68 โดยยังมีโอกาสปรับขึ้นได้จากฐานเงินกองทุน (CAR) ที่แข็งแกร่ง 3) มูลค่าหุ้นที่ไม่แพง โดยซื้อขายที่ P/EV เพียง 0.6 เท่า แม้ว่าปัจจัยพื้นฐานจะแข็งแกร่งกว่าค่าเฉลี่ยของภูมิภาค นอกจากนี้ เรายังมองว่า TLI เป็นทางเลือกที่น่าสนใจสำหรับนักลงทุนที่ถือหุ้นกลุ่มธนาคารเป็นสัดส่วนมาก แม้ว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอาจต่ำกว่าเล็กน้อย แต่ TLI ไม่มีความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ และมีความอ่อนไหวต่อการลดดอกเบี้ยน้อยกว่า

กำไรมั่นคงยิ่งขึ้น พร้อมการเติบโตที่ยั่งยืน

ภายใต้มาตรฐานบัญชีใหม่ กำไรจากเบี้ยประกันที่ขายได้จะถูกรับไว้ใน CSM และทยอยรับรู้ ดังนั้นแม้ยอดขายที่แข็งแกร่งมากในไตรมาส 1/68 (จากความต้องการซื้อ Copay แบบเร่งรัด) จะผ่านไปแล้ว แต่กำไรในไตรมาส 2-4/68 คาดว่ายังคงมีเสถียรภาพ ช่วยหนุนการเติบโตแบบ YoY ทั้งปี เราคาดว่ากำไรปกติในปี 68 จะอยู่ที่ 1.13 หมื่นล้านบาท (+10% YoY) เพิ่มขึ้นเป็น 1.20 หมื่นล้านบาท (+6%) ในปี 69 และ 1.26 หมื่นล้านบาท (+5.5%) ในปี 70 โดยอิงสมมติฐานสำคัญ (รูปที่ 8 และ 9) ได้แก่ การเติบโตของ VONB เฉลี่ยปีละ 6% การเติบโตของยอดคงเหลือ CSM เฉลี่ยปีละ 4% และอัตราการรับรู้ CSM ที่ประมาณ 12%

ปันผลอยู่ในระดับที่ดีพร้อมโอกาสปรับเพิ่ม

จากการเติบโตของกำไรหลักที่มั่นคงแล้ว ส่งผลให้เงินปันผลยังคงคาดว่าจะทยอยเพิ่มขึ้นเช่นกัน โดยผู้บริหารชี้แจงว่า TLI นั้นพิจารณาการจ่ายปันผลจาก “กำไรหลัก” ไม่ใช่ “กำไรสุทธิ” ดังนั้นความเสี่ยงที่ปันผลจะลดลงจึงต่ำ เนื่องจากกำไรหลักยังคงเติบโตได้ เราคาดการณ์ว่าจะมีการจ่ายเงินปันผล 56% ของกำไรหลักในปี 68 (เท่ากับปี 67) ซึ่งหมายถึงอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับ 5.5% นอกจากนี้ เรายังเห็นโอกาสในการปรับอัตราจ่ายปันผลเพิ่มขึ้นเนื่องจากฐานเงินกองทุนของ TLI ในไตรมาส 1/68 อยู่ที่ 551% สูงกว่าข้อกำหนดขั้นต่ำของทางการที่ 140% อย่างมีนัยสำคัญ

ราคาหุ้นซื้อขายในระดับน่าสนใจที่ P/EV 0.6 เท่า

มูลค่า EV ต่อหุ้นของ TLI ซึ่งสะท้อนมูลค่าพื้นฐานของธุรกิจประกัน (รวมทุนของผู้ถือหุ้นและมูลค่าของกรรมสิทธิ์ที่ยังมีผลบังคับใช้) อยู่ที่ราว 16 บาทต่อหุ้นในปี 67-68 โดยที่ราคาหุ้นปัจจุบันของ TLI คิดเป็นเพียง 0.6x P/EV ซึ่งเรามองว่ายังไม่แพง อีกทั้งเมื่อเทียบกับ AIA ซึ่งเป็นผู้นำตลาดที่เน้นช่องทางตัวแทนเช่นเดียวกัน ราคาหุ้นของ TLI ยังถือว่าถูกกว่า โดย AIA เทรดอยู่ที่ 1.4x P/EV แม้ว่า TLI จะมี VONB margin สูงกว่าที่ 61% เทียบกับ AIA ที่ 55%

FYE Dec (THB m)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Insurance revenue	89,712.1	32,811.0	34,292.2	35,716.1	37,189.6
Pretax profit	12,006.7	16,691.0	14,101.6	14,988.8	15,813.7
Core net profit	9,706.7	10,285.0	11,281.3	11,991.1	12,650.9
Core EPS diluted (THB)	0.85	0.90	0.99	1.05	1.10
Core FDEPS growth (%)	4.8	6.0	9.7	6.3	5.5
Core FD P/E (x)	10.8	12.5	10.1	9.5	9.0
DPS (THB)	0.50	0.50	0.55	0.58	0.62
Net dividend yield (%)	5.5	4.5	5.5	5.9	6.2
Book value (THB)	9.13	10.95	11.90	12.41	12.95
P/BV (x)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
ROAE (%)	9.6	11.6	8.6	8.6	8.7
Consensus net profit	-	-	12,198	12,729	12,805
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(7.5)	(5.8)	(1.2)

Nontapat Sahakitpinyo

nontapat.sahakitpinyo@maybank.com

(66) 2658 5000 ext 2352

BUY

Share Price	THB 9.95
12m Price Target	THB 16.00 (+61%)
Previous Price Target	THB 16.00

Company Description

TLI is a leading Thai life insurer with a full product range and a strong agency network.

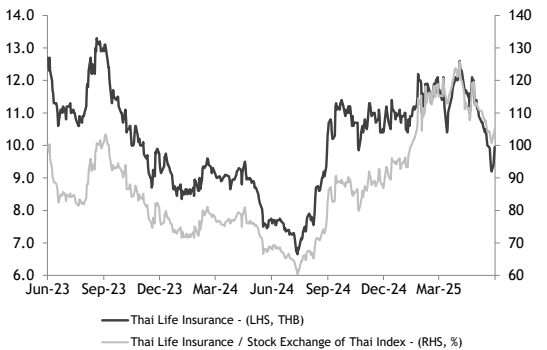
Statistics

52w high/low (THB)	12.60/6.65
3m avg turnover (USDm)	3.5
Free float (%)	20.4
Issued shares (m)	11,450
Market capitalisation	THB113.9B USD3.5B

Major shareholders:

V.C. Property Company Limited	50.8%
N.C.B. TRUST LIMITED-CBNA LDN MEIJI YASUD	17.0%
Her Sing (H.K.) Limited	5.6%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(12)	(15)	28
Relative to index (%)	(6)	(9)	53

Source: FactSet

Other stocks mentioned

AIA Group (1299 HK, CP HKD59.1, Not rated)

Terms defined

CAR - Capital Adequacy Ratio
VONB - Value of New Business Margin
CSM - Contractual Service Margin
EV - Embedded Value
FYP - First year premium
Copay - New policy rollout where people have to share some medical costs

ESG@MAYBANK IBG
Tear Sheet Insert

1. More stable earnings with sustained growth

1.1 1Q25 earnings may not be the peak

The stock has declined 15% since the 1Q25 earnings release on 14 May 25, likely reflecting investor concerns that 1Q25 may have marked the earnings peak for the year, given the strong premium growth driven by front-loaded Copay demand. As a result, the market may be pricing in weaker 2Q25 earnings, anticipating a decline in premiums following the 1Q surge. However, this may not necessarily be the case.

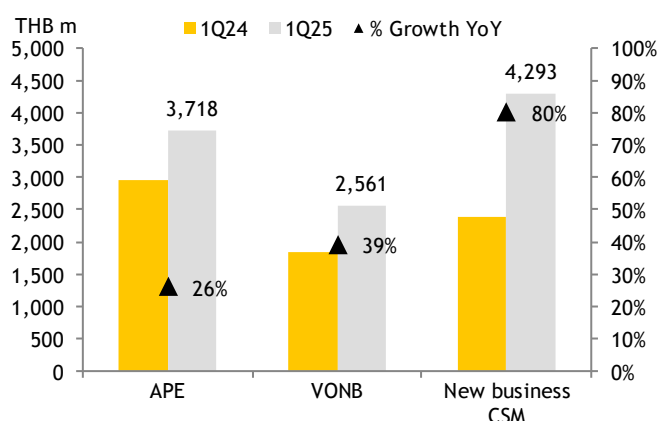
It's true that 1Q25 saw strong sales momentum, as reflected in key metrics:

- Annual premium equivalent (APE) of THB3.7b (+26% YoY)
- Health rider APE up 113% YoY
- Value of new business (VONB) at THB2.65b (+52% YoY)
- New business CSM at THB4.3b (+80% YoY)

It is also true that APE in Apr-25 dropped 15% YoY, based on TLAA data.

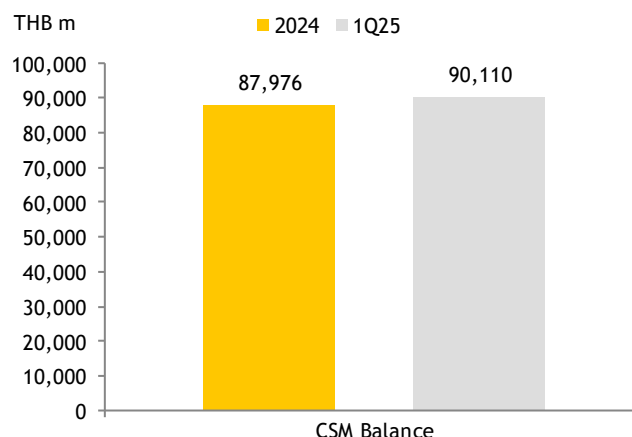
However, under the new accounting standard, profits from premiums are booked into the CSM and released gradually over time—which explains why strong sales do not suddenly translate into a proportionate rise in profit. As a result, despite the spike in 1Q25 APE and a subsequent decline in 2Q25, core profits in 2Q-4Q25E are likely to remain broadly in line with 1Q25, supporting YoY growth in full-year earnings.

Fig 1: APE, VONB, and new business CSM in 1Q25 and growth



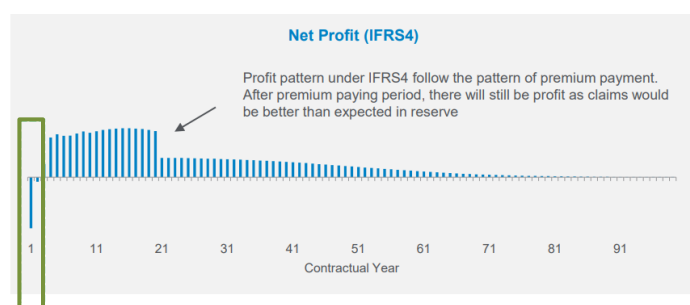
Source: Company, MST

Fig 2: CSM balance in 1Q25 +2% from 2024



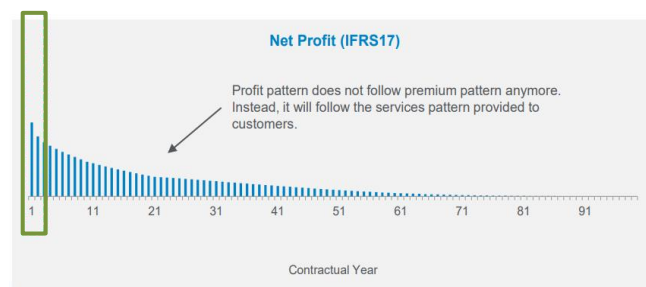
Source: Company, MST

Fig 3: Net profit recognition pattern under TFRS4



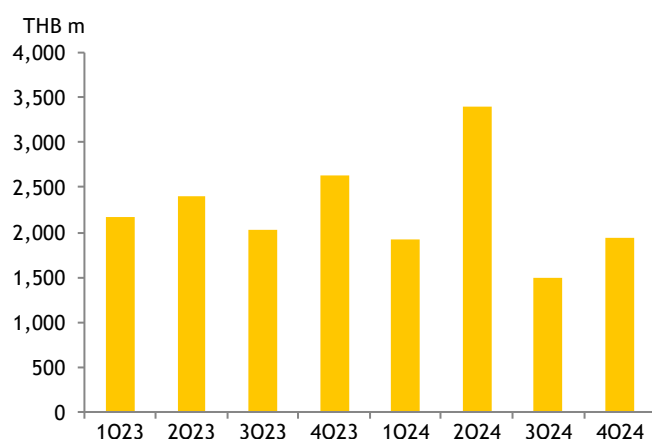
Source: Company, MST

Fig 4: Net profit recognition pattern under TFRS17



Source: Company, MST

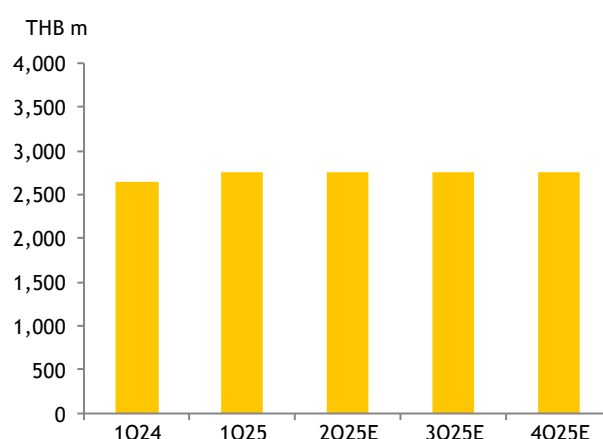
Fig 5: Quarterly core profit under TFRS4 is more volatile



Source: Company, MST

Note: These core profit numbers are based on our own calculations.

Fig 6: Quarterly core profit under TFRS17 is more stable



Source: Company, MST

Note: These are just the illustrated numbers.

TLI's 1Q25 results recap

TLI reported 1Q25 net profit of THB2.68b (-47% YoY), down from a high base in 1Q24 which included THB2.4b in investment gains. Excluding one-offs (investment gains and ECL), core profit came in at THB2.75b (+4% YoY). By segment, insurance profit was THB2.43b (+4% YoY), while investment profit was THB225m (-91% YoY). However, excluding one-off items, investment profit rose 7%, driven by higher interest and dividend income.

Fig 7: TLI's 1Q25 results recap

	1Q24 restated	1Q25	% Chg YoY	FY24 restated	FY25E	% Chg YoY	% to FY25E
BEL release	4,536	5,420	19%	19,123	20,186	6%	27%
RA release	571	469	-18%	2,186	1,624	-26%	29%
CSM release	2,863	2,986	4%	11,502	12,482	9%	24%
Insurance revenue	7,971	8,875	11%	32,811	34,292	5%	26%
Claims and other expenses	-4,723	-5,544	17%	-20,291	-20,440	1%	27%
Insurance service result	3,248	3,331	3%	12,520	13,852	11%	24%
Investment income	4,225	4,361	3%	17,262	17,726	3%	25%
Gain/loss on investment	3,066	-106	Down	4,843	0	Down	n.a.
Expected credit loss (ECL)	-4	21	Up	-993	0	Down	n.a.
Total investment income	7,286	4,275	-41%	21,112	17,726	-16%	24%
Cost of liabilities	-3,846	-3,949	3%	-15,470	-15,980	3%	25%
Investment service result	3,440	326	-91%	5,642	1,746	-69%	19%
Other income and expenses	-292	-340	16%	-1,471	-1,497	2%	23%
OPAT	6,397	3,317	-48%	16,691	14,102	-16%	24%
Tax	-1,326	-634	-52%	-3,322	-2,820	-15%	22%
Net profit	5,071	2,683	-47%	13,369	11,281	-16%	24%
Insurance profit	2,342	2,428	4%	8,837	9,873	12%	25%
Investment profit	2,729	255	-91%	4,532	1,408	-69%	18%
Extra items	2,426	-69	Down	3,084	0	Down	n.a.
Core profit	2,645	2,752	4%	10,285	11,281	10%	24%
Key items (THB m)							
Insurance contract liabilities (ICL)	n.a.	462,755		457,343	473,272		
CSM before release	n.a.	93,096		99,477	104,015		
CSM before release to ICL (%)	n.a.	20.1%		21.8%	22.0%		
CSM release (%)	n.a.	12.8%		11.6%	12.0%		
Cost of liabilities to ICL (%)	n.a.	3.4%		3.4%	3.4%		
CAR	391.1%	551.4%		619.4%	n.a.		
APE	2,945	3,718	26%	12,062	13,026	8%	
VONB	1,836	2,561	39%	7,336	8,141	11%	
VONB margin	62.3%	68.9%		60.8%	62.5%		

Source: Company, MST

1.2 Expect FY25-27E core profit growth of 7% CAGR

Following the adoption of the new accounting standards (TFRS17 and TFRS9) for Thai insurers starting in 1Q25, we have updated our FY25-27E forecasts. We now project FY25 core profit at THB11.2b (+10% YoY), increasing to THB12.0b (+6%) in FY26 and THB12.6b (+5.5%) in FY27.

Our key assumptions are as follows:

- APE growth of 6% CAGR, driven by FYP growth of 7% and SYP growth of 5% CAGR. We expect TLI to resume APE growth after a -4%/-2% decline in FY23-24, supported by: i) lower competition post-TFRS17 adoption, as insurers now prioritize profitability over volume, and ii) continued increase in health insurance awareness.
- VONB growth of 6% CAGR, assuming a slight margin decline in FY26-27E due to lower interest rates.
- CSM release rate of c.12%, in line with FY24 and 1Q25, resulting in CSM balance growth of 4% CAGR.
- Investment portfolio growth of 3-4% CAGR, with an assumed investment yield of 3%, and cost of insurance liabilities in the range of 3.34%-3.38%.

Note that you can also view our previous update on TLI's FY24 restated financials under TFRS17 [here](#).

Fig 8: Our FY24-27E earnings forecast under TFRS17

	2024	2025E	2026E	2027E
BEL release	19,123	20,186	20,836	21,497
RA release	2,186	1,624	1,677	1,730
CSM release	11,502	12,482	13,204	13,963
Insurance revenue	32,811	34,292	35,716	37,190
Claims and other expenses	-20,291	-20,440	-20,998	-21,670
Insurance service result	12,520	13,852	14,718	15,520
Investment income	17,262	17,726	18,193	18,671
Gain/loss on investment	4,843	0	0	0
Expected credit loss (ECL)	-993	0	0	0
Total investment income	21,112	17,726	18,193	18,671
Cost of liabilities	-15,470	-15,980	-16,401	-16,831
Investment service result	5,642	1,746	1,792	1,839
Other income and expenses	-1,471	-1,497	-1,521	-1,545
OPAT	16,691	14,102	14,989	15,814
Tax	-3,322	-2,820	-2,998	-3,163
Net profit	13,369	11,281	11,991	12,651
Insurance profit	8,837	9,873	10,546	11,168
Investment profit	4,532	1,408	1,445	1,482
Extra items	3,084	0	0	0
Core profit	10,285	11,281	11,991	12,651
Insurance profit	8,837	9,873	10,546	11,168
Investment profit	1,448	1,408	1,445	1,482
Growth YoY (%)				
CSM		8.5%	5.8%	5.7%
Investment income		2.7%	2.6%	2.6%
Core profit		9.7%	6.3%	5.5%
Insurance profit		11.7%	6.8%	5.9%
Investment profit		-2.8%	2.6%	2.6%
Net profit		-15.6%	6.3%	5.5%
Insurance profit		11.7%	6.8%	5.9%
Investment profit		-68.9%	2.6%	2.6%
Our previous net profit under TFRS4	11,682	10,477	11,155	11,587
% increase/decrease	14.4%	7.7%	7.5%	9.2%

Source: Company, MST

Fig 9: Key assumptions

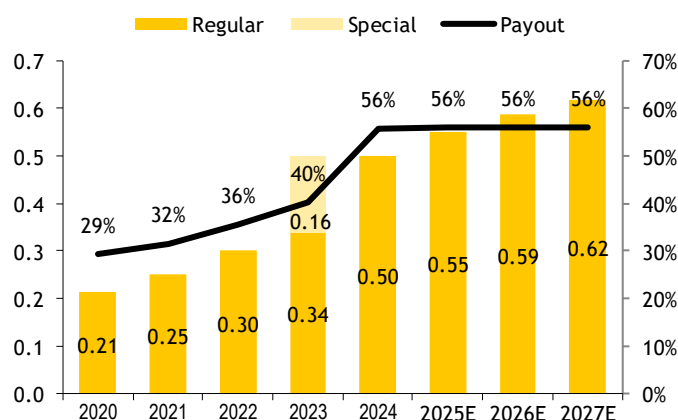
Assumptions	2024	2025	2026	2027
APE	12,062	13,026	13,779	14,448
% growth YoY	-1.9%	8.0%	5.8%	4.9%
VONB	7,336	8,141	8,474	8,813
% growth YoY	-5.0%	11.0%	4.1%	4.0%
% VONB margin	60.8%	62.5%	61.5%	61.0%
Insurance contract liabilities	457,343	473,272	488,493	503,981
% to insurance liabilities				
BEL	77.6%	77.6%	77.6%	77.6%
RA	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
CSM	19.3%	19.3%	19.3%	19.3%
Release rate				
BEL	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%
RA and other variances	15.3%	11.0%	11.0%	11.0%
CSM	11.6%	12.0%	12.2%	12.4%
Others				
% new business CSM to VONB	155.8%	159.0%	159.0%	159.0%
% Claim to BEL	-106%	-102%	-101.5%	-101.5%
% Cost of insurance liabilities	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%
Earnings asset	570,083	600,878	616,726	632,900
% growth YoY		5.4%	2.6%	2.6%
% yield on investment	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

Source: Company, MST

2. Solid yield with room to rise

In addition to stable core profit growth, dividends are also expected to remain steady. Management noted that TLI bases its dividend payments on core profit, not net profit —so there's limited downside risk to dividends, given that core profit is expected to grow. We assume a 56% payout on core profit in FY25 (same level as in FY24), which implies a solid yield of 5.5%. Moreover, we see room for a higher payout ahead, supported by TLI's strong capital adequacy ratio of 551% in 1Q25, well above the 140% regulatory minimum

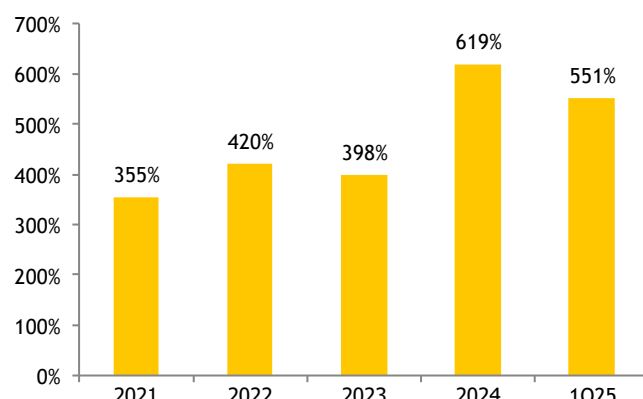
Fig 10: DPS and payout ratio on the rise



Source: Company, MST

*FY24–27E payout reflect TFRS17 core profit; FY20–23 based on TFRS17 net profit.

Fig 11: Capital adequacy ratio (CAR)



Source: Company, MST

Fig 12: Sensitivity on payout ratio

	Base case	60%	65%	70%	75%	80%
Payout ratio	56%	60%	65%	70%	75%	80%
DPS	0.55	0.59	0.64	0.69	0.74	0.79
Yield	5.5%	5.9%	6.4%	6.9%	7.4%	7.9%

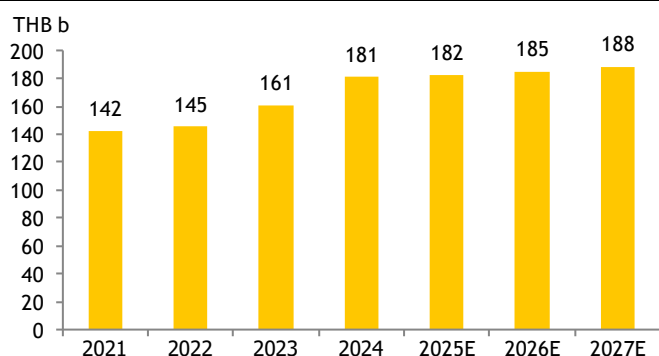
Source: Company, MST

3. Attractive valuation

3.1 Trading at 0.6x P/EV

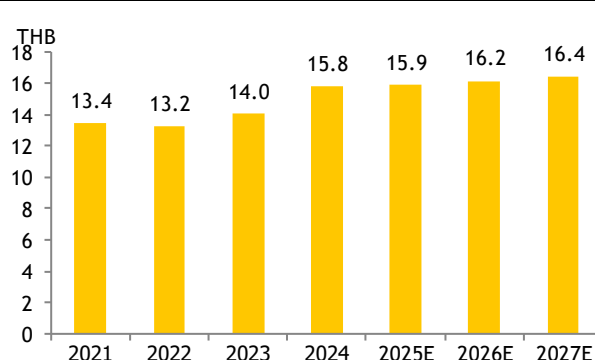
TLI's embedded value (EV) per share, which reflects the fundamental value of an insurance business (equity plus value of in-force policies), is c. THB16 in FY24-25E. At the current share price, TLI trades at just 0.6x P/EV, which we view as undemanding. Additionally, compared to AIA—a market leader with a similar focus on the agency channel—TLI still looks cheaper, as AIA trades at over 1.0x P/EV, despite TLI delivering a higher VONB margin of 61% vs AIA's 55%.

Fig 13: Embedded value (EV)



Source: Company, MST

Fig 14: Embedded value per share



Source: Company, MST

Fig 15: Regional peer comparison

Ticker	Name	Country	Mk Cap	Price (local)	VONB margin FY 24	P/EV FY 24	P/EV FY 25	P/E FY 24	P/E FY 25	Yield FY 25	ROE FY 25
TLI TB	Thai Life Insurance	TH	3,489	10.0	60.8%	0.74	0.63	12.47	10.10	5.5%	8.6%
BLA TB	Bangkok Life Assurance	TH	780	15.3	26.2%	0.40	n.a.	7.63	6.19	4.8%	n.a.
Thailand - average					43.5%	0.57	0.63	10.05	8.14	5.2%	8.6%
2628 HK	China Life Insurance	China	139,716	19.5	26.2%	0.40	0.37	4.73	5.80	3.3%	14.6%
2318 HK	Ping An Insurance Group	China	133,653	50.4	26.5%	0.60	0.60	6.46	6.57	5.7%	12.8%
601601 CH	China Pacific Insurance	China	45,147	37.2	44.9%	0.67	0.65	7.99	8.46	2.9%	12.9%
601336 CH	New China Life Insurance	China	22,913	59.4	22.1%	0.73	0.73	7.09	9.48	2.5%	17.5%
1299 HK	Aia Group	HK	95,800	70.8	54.8%	1.52	1.41	14.54	13.31	2.7%	17.1%
PRU LN	Prudential	HK	32,043	909.8	49.6%	0.70	0.67	14.74	12.00	2.1%	14.8%
966 HK	China Taiping Insurance	HK	7,252	15.8	38.5%	0.21	0.24	7.61	6.34	2.5%	11.3%
2881 TT	Fubon Financial Holding	Taiwan	39,898	85.9	47.1%	2.82	3.39	8.71	11.65	4.0%	10.3%
2882 TT	Cathay Financial Holding	Taiwan	33,106	66.4	60.2%	3.37	3.33	9.94	12.08	3.8%	8.8%
8750 JP	Dai-ichi Life Holdings	Japan	27,048	1,059.5	n.a.	0.50	0.47	na	9.93	3.2%	0.0%
7181 JP	Japan Post Insurance	Japan	8,242	3,213.0	n.a.	0.32	0.33	12.08	5.87	3.3%	0.0%
ALLZ MK	Allianz Malaysia	Malaysia	809	19.1	n.a.	na	na	8.65	8.24	4.6%	16.0%
Regional - average					41.1%	1.08	1.11	9.32	9.14	3.4%	11.3%

Source: Bloomberg, MST

Fig 16: Forward P/EV band



Source: Bloomberg, MST

Fig 17: Embedded value forecast and assumption

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Adjusted net worth (ANW)							
Equity	86,431	98,068	104,579	112,538	117,777	123,354	129,148
Adj Reserved	-23,229	14,423	17,083	1,394			
Adj Fair value of assets	38,969	3,853	11,412	44,723			
Deduct Deferred tax asset & liability	2,027	25	-32	314			
Deduct Intangible asset	-1,292	-1,165	-923	-804			
Impact form deferred tax	-896	138	-156	-9,200			
Adjusted Net worth	102,012	115,342	131,964	148,966	147,221	148,025	148,907
% to equity	118%	118%	126%	132%	125%	120%	115%
Value of in-force (VIF)							
VIF beginning		54,182	43,617	45,692	48,460	51,601	54,075
VONB	5,585	7,325	7,720	7,336	8,141	8,474	8,813
Other assumptions		-17,889	-5,645	-4,568	-5,000	-6,000	-6,000
VIF	54,182	43,617	45,692	48,460	51,601	54,075	56,888
Cost of capital	-13,916	-13,789	-17,076	-16,653	-16,900	-17,178	-17,493
% COC	-8.9%	-8.7%	-9.6%	-8.4%	-8.5%	-8.5%	-8.5%
Embedded Value (EV) = ANW + VIF							
Embedded Value	142,277	145,170	160,580	180,773	181,922	184,921	188,303
Outstanding shares	10,600	10,982	11,450	11,450	11,450	11,450	11,450
EV/Share	13.4	13.2	14.0	15.8	15.9	16.2	16.4
% growth YoY		-2%	6%	13%	1%	2%	2%

Source: Company, MST

3.2 Maintain BUY with TP of THB16

We maintain BUY on TLI with a TP of THB16 (based on 1.0x P/EV). Amid a highly uncertain domestic and global environment, we see TLI as an attractive defensive pick supported by i) low earnings volatility under the new accounting standard, with FY25-27E earnings expected to continue growing at a 7% CAGR; ii) attractive dividend yield of 5.5% in FY25E, with potential upside backed by a strong CAR; iii) undemanding valuation at just 0.6x P/EV, despite fundamentals that are stronger than the regional average. We also see TLI as a compelling alternative for investors overweight in banks. While its yield may be slightly lower, TLI faces no asset quality risks and is less sensitive to interest rate cuts.

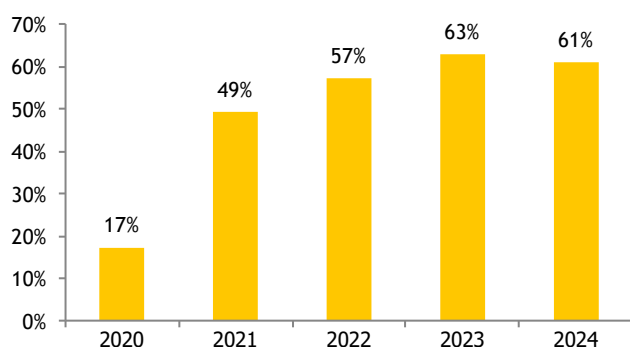
Insurance acronym summary

- **Gross Written Premium (GWP):** Total premium written before deductions for reinsurance or cancellations.
- **First Year Premium (FYP):** Premiums from new policies sold during the first policy year.
- **Single Year Premium (SYP):** Premiums from single-premium policies (paid once, no recurring payments).
- **Renewal Year Premium (RYP):** Premiums from policies renewed after the first year.
- **Annualized Premium Equivalent (APE):** A measure combining new single and regular premiums: $APE = 100\% \text{ of regular premiums} + 10\% \text{ of single premiums}$.
- **Value of New Business (VONB):** Present value of future profits from new policies sold during the period, after accounting for acquisition costs.
- **Value of New Business Margin (VONB Margin):** VONB divided by APE, showing profitability per unit of new business sold.
- **Adjusted Net Worth (ANW):** Net assets of the insurer, adjusted for the market value of assets and liabilities; represents immediate shareholder value.
- **Value of In-Force Business (VIF):** Present value of future profits from existing policies already sold (the "back book").
- **Embedded Value (EV):** Sum of Adjusted Net Worth (ANW) and Value of In-Force Business (VIF); represents the total economic value of the insurer.
- **Best Estimate Liability (BEL):** Actuarial estimate of the present value of expected future insurance cashflows (key concept under IFRS17).
- **Risk Adjustment (RA):** Margin added to liabilities to reflect the uncertainty of insurance risks (key concept under IFRS17).
- **Contractual Service Margin (CSM):** Liability representing future unearned profit expected to be recognized as insurance service is provided (key concept under IFRS17).

Value Proposition

- TLI is the leading life insurer in Thailand with a full range of product offerings and a strong agency network.
- As of 2024, TLI ranks third in market share by gross written premium (GWP), behind AIA and FWD, and second in the agency channel, following AIA
- Since 2020-21, TLI has started to shift its strategy toward selling more high-margin products.
- The company has been focusing on value of new business (VONB), a key profitability in insurance. Its VONB margin rose significantly to 60.8% in 2024 from 17.3% in 2020.

VONB margin

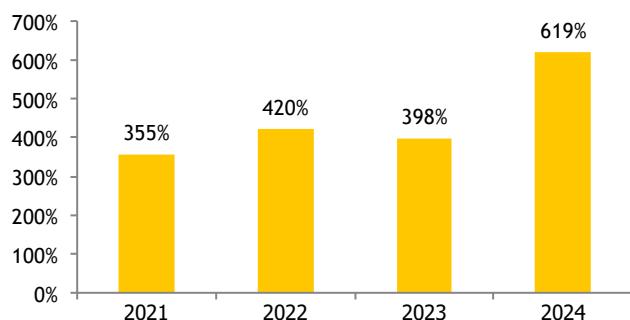


Source: Company

Financial Metrics

- We expect TLI's VONB margin to remain strong at 60-61% in FY25-27E supported by its effort in increasing mix of high margin products despite lower bond yields.
- TLI's capital adequacy ratio (CAR) stood at 619% in 2024, well above the 140% regulatory minimum, reflecting a solid financial position and potential for higher dividend.
- FY25E earnings are expected to decline 13% YoY due to a high base from investment gains, before rebounding with 4-5% growth in FY26-27E.
- We expect a positive impact from the TFRS17. In our base case, FY24 earnings could rise by 7%, with 7-9% growth in FY25-27E, driven by its regionally high VONB margin.

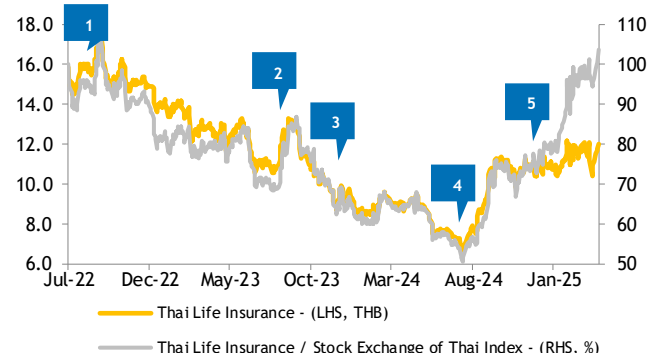
Capital adequacy ratio



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



Source: Company, MST

- The decline after IPO likely due to perceived expensive valuation vs peers and limited investor interest given the complexity of the insurance sector.
- It rebounded on strong single premium sales in 3Q23.
- The stock weakened again amid soft market sentiment and expectations of falling bond yields.
- In late 2023, market optimism around Prime Minister Srettha and a SET rebound drove speculation of improved investment income for TLI.
- The stock rose, likely driven by market speculation around the potential benefits of TFRS17 for the insurance sector.

Swing Factors

Upside

- Greater-than-expected shift to high-margin products, lifting VONB margin
- Stronger APE growth from economic recovery or successful product strategy
- Rising SET Index or bond yields, boosting investment income

Downside

- Weak economy, intensified competition, or market share loss
- Declining equity market or lower bond yields
- Lower mix of high-margin products
- Higher-than-expected claims

Risk Rating & Score ¹	3.0 High risk
Score Momentum ²	0.0
Last Updated	8 May 2023
Controversy Score ³ (Updated: 22 Apr 2025)	None

Business Model & Industry Issues

- We believe insurers’ long-term profitability is most exposed to environmental risks, as climate change affects health outcomes, drives claims volatility, and complicates risk pricing. However, TLI has demonstrated strong environmental responsibility, with its inclusion in FTSE4Good and SET ESG Index reflecting alignment with global ESG standards.
- Governance is a relative strength, with 42% independent directors, low executive compensation (0.14% of core profit), and a 5-star CG score. With strong oversight committees and a three-lines-of-defence risk framework, this ensures robust product governance and regulatory compliance.
- TLI also shows strong social commitment through financial literacy programs, inclusive product access, and community outreach like medical equipment donations. Continued transparency on impact would further enhance market perception.

Material E issues

- TLI has set a target to achieve carbon neutrality by 2050 and is preparing medium- and long-term action plans across departments.
- The company is certified under ISO 14064-1:2018 and has registered its Carbon Footprint for Organization with Thailand Greenhouse Gas Management Organization (TGO).
- TLI’s headquarters is LEED Gold certified, demonstrating its commitment to green building standards and energy efficiency.
- Climate risk assessments are integrated into the company’s Business Continuity Plan, which is reviewed and updated annually.
- TLI has implemented digital systems such as e-Application, e-Policy, and Straight Through Processing (STP) to reduce paper and resource usage.

Material S issues

- The “Opportunity for the Better Life” project supports 120+ community enterprises with training and eco-conscious production methods.
- The “Enhancing Opportunity Creating Careers” project provides vocational training to low-income individuals, delivering a social return on investment (SROI) of 6.82.
- TLI supports over 24 CSR projects per year across areas such as education, health, environment, and religion.
- Employees participate in volunteer programs that are counted toward performance evaluations.
- TLI promotes financial inclusion by offering low-premium insurance products like “Health Fit Bao Bao” to underserved groups.
- Over 71% of TLI’s workforce is female, reflecting a strong commitment to workplace gender equality across all business functions.

Key G metrics and issues

- 42% of the Board are independent directors, exceeding the 1/3 minimum requirement by the SET.
 - TLI received a 5-star (Excellent) CGR rating from the Thai Institute of Directors for two consecutive years (2023-2024).
 - Implements a Three Lines of Defence model, with clearly segregated operational, risk oversight, and internal audit functions
 - Executive management received THB16m in 2024, equivalent to only 0.14% of core profit.
 - Remuneration and nomination processes are transparent, guided by the NRC with input from independent advisors
 - TLI’s Board reviews and approves the sustainability report and monitors ESG performance quarterly.
 - TLI is included in the SET ESG Index, FTSE4Good Index, and ESG100.
 - The Sustainable Development Committee (SDC), chaired by the CEO, meets quarterly to oversee ESG and SDG implementation.
 - Clear conflict of interest policies for major shareholders, including restrictions on engaging in competing businesses.
 - Board diversity includes 3 female directors and a Board Skills Matrix covering ESG, legal, risk, and strategic expertise
- Whistleblowing system and internal audit report directly to the Audit Committee, ensuring independence

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: 50)						
	Particulars	Unit	2022	2023	2024	BLA TB
E	Scope 1 GHG emissions	tCO2e	N/A	299	1,298	874
	Scope 2 GHG emissions	tCO2e	N/A	5,917	5,571	1,185
	Total	tCO2e	N/A	6,216	6,869	2,059
	Scope 3 GHG emissions	tCO2e	N/A	1,633	1,227	516
	Total	tCO2e	N/A	7,849	8,096	2,575
	Scope 1+2 emissions intensity	kgCO2/GWP THBm	N/A	86.91	92.15	73.92
	Energy intensity	KWh/GWP THBm	105.81	137.72	140.44	122.11
S	Water intensity	cu m/GWP THBm	0.85	0.75	1.10	1.00
	Non-hazardous waste recycling	% to total waste	51.9%	39.1%	43.2%	40.3%
	% ESG investment portion to total portfolio	%	3.6%	4.4%	4.6%	N/A
	Cases of environmental non-compliance	number	0	0	0	0
	Scope 1 GHG emissions	tCO2e	N/A	299	1,298	874
	% of women in workforce	%	71.6%	71.7%	71.2%	75.0%
	% of women in management roles	%	69.9%	68.3%	66.3%	61.9%
G	Average training hours per employee	hours	31.8	39.1	39.4	54.2
	Employee attrition rate	%	11.0%	11.0%	9.6%	N/A
	Loss Time Injury Frequency Rate (LTIFR)	per 1m hours worked	N/A	0.13	0.39	0.00
	Board salary as % of core profit	%	0.18%	0.17%	0.14%	0.33%
G	Independent directors as % of the Board	%	42%	42%	42%	38%
	Female directors on the Board	%	25%	25%	25%	38%
	Incidents of data privacy/security breaches	no.	0	0	0	0

Qualitative Parameters (Score: 67)	
a) Is there an ESG policy in place and is there a standalone ESG committee or is it part of the risk committee?	<i>Yes, TLI has a published ESG policy and a standalone management Sustainable Development Committee chaired by the CEO.</i>
b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?	<i>Yes, ESG performance is part of corporate KPIs used in senior management evaluations.</i>
c) Does the company follow the task force of climate related disclosures (TCFD) framework for ESG reporting?	<i>No.</i>
d) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions - which parameters are captured?	<i>Yes.</i>
e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>TLI uses a green-certified HQ, usage of solar energy (138.7MWh) at HQ, and cuts paper through digital services.</i>
f) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	<i>N/A</i>

Target (Score: 100)		
Particulars	Target	Achieved
Carbon neutrality	2050	N/A
Reduce electricity use by 1% by 2025 vs 2024	-1%	-1%
Reduce water use by 2025 vs 2024	-1%	-7%
Customer satisfaction (Care Center service) by 2025	>95%	99%
Average training hours per employee by 2027	45	39.4
% ESG investment portion to total portfolio	Gradual increase	4.5%
Impact		
N/A		
Overall Score: 67		
As per our ESG matrix, Thai Life Insurance (TLI TB) has an overall score of 67		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	50	25
Qualitative	25%	67	17
Target	25%	100	25
Total			67

As per our ESG assessment, TLI has an established framework, internal policies, and tangible mid/long-term targets. TLI's overall ESG score is 67, which makes its ESG rating above average in our view (average ESG rating = 50).

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Metrics					
Core P/E (x)	10.8	12.5	10.1	9.5	9.0
Core FD P/E (x)	10.8	12.5	10.1	9.5	9.0
P/BV (x)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
P/NTA (x)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
Net dividend yield (%)	5.5	4.5	5.5	5.9	6.2
ROAE (%)	9.6	11.6	8.6	8.6	8.7
ROA (%)	1.7	2.2	1.8	1.9	1.9

INCOME STATEMENT (THB m)

Insurance revenue	89,712.1	32,811.0	34,292.2	35,716.1	37,189.6
Insurance service expenses	(90,446.3)	(20,291.0)	(20,439.8)	(20,998.4)	(21,669.6)
Ins service result	(734.2)	12,520.0	13,852.4	14,717.7	15,520.0
Net investment income	18,858.1	21,112.0	17,725.9	18,193.4	18,670.5
Net ins fin expenses	0.0	(15,470.0)	(15,979.9)	(16,401.4)	(16,831.5)
Net fin and investment results	18,858.1	5,642.0	1,746.0	1,792.1	1,839.0
Other income	188.6	0.0	0.0	0.0	0.0
SG&A expenses	(5,618.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
Other expenses	(686.9)	(1,471.0)	(1,496.7)	(1,520.9)	(1,545.4)
Pretax profit	12,006.7	16,691.0	14,101.6	14,988.8	15,813.7
Income taxes	(2,300.1)	(3,322.0)	(2,820.3)	(2,997.8)	(3,162.7)
Profit after tax	9,706.7	13,369.0	11,281.3	11,991.1	12,650.9
Minority interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	0.0	3,084.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	9,706.7	13,369.0	11,281.3	11,991.1	12,650.9
Core net profit	9,706.7	10,285.0	11,281.3	11,991.1	12,650.9

BALANCE SHEET (THB m)

Fixed assets	2,518.8	2,415.3	2,350.0	2,373.5	2,397.2
Intangible assets and goodwill	923.3	803.7	803.7	803.7	803.7
Deferred tax / tax write-back	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment assets	547,312.9	570,083.2	600,878.5	616,726.0	632,899.9
Derivative financial assets	2,810.2	6,363.3	6,800.0	6,868.0	6,936.7
Cash and cash equivalent	7,696.2	10,917.3	8,104.9	13,248.7	18,599.2
Accrued investment income net	5,144.4	5,254.9	6,800.0	6,868.0	6,936.7
Investment in associates	442.4	454.7	460.0	460.0	460.0
Other assets	5,944.9	472.7	472.7	472.7	472.7
Total assets	572,793.1	596,765.1	626,669.8	647,820.5	669,506.1
Deferred tax liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Insurance contract liabilities	458,129.8	457,343.2	473,271.8	488,492.5	503,981.1
Reinsurance contract liabilities	457.0	663.8	450.0	450.0	450.0
Other liabilities	9,626.9	13,419.9	16,750.0	16,762.5	16,775.1
Total liabilities	468,213.7	471,426.9	490,471.8	505,705.0	521,206.2
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Share capital	11,450.0	11,450.0	11,450.0	11,450.0	11,450.0
Reserves	93,129.4	113,888.2	124,748.0	130,665.5	136,849.8
Total shareholders fund	104,579.4	125,338.2	136,198.0	142,115.5	148,299.8
Total capital employed	572,793.1	596,765.1	626,669.8	647,820.5	669,506.1

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Financial Ratios					
Key Data (Group)					
ROA (%)	1.7	2.2	1.8	1.9	1.9
Net investment return (%)	3.3	3.5	2.8	2.8	2.8
Net profit growth (%)	4.8	37.7	(15.6)	6.3	5.5
Group EV (THB m)	160,579.8	180,773.0	181,922.1	184,921.3	193,856.7
PE (x)	10.8	12.5	10.1	9.5	9.0
PBV (x)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
P/EV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EPS (THB)	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
BVPS (THB)	9.1	10.9	11.9	12.4	13.0
VNBPS (THB)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
EVPS (THB)	14.0	15.8	15.9	16.2	16.9

Investment mix: -

Source: Company; Maybank

Historical recommendations and target price: Thai Life Insurance (TLI 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 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

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (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 หรือภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ 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 ภายใต้ประเทศอังกฤษ 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:** 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 26 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 26 มิถุนายน 2568, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

อินเดีย: ณ วันที่ 26 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	TIPL		
2S	AYUD	COCOCO	HUMAN	MEGA	PROUD	SINO	TFM	UP
AAI	BA	COMAN	IFS	METCO	PSG	SMT	TITLE	UREKA
ADB	BBIK	CPI	INSURE	MICRO	PSP	SPCG	TKN	VCOM
AEONTS	BC	CSS	JCK	NC	PSTC	SPVI	TMD	VIBHA
AHC	BE8	DTCENT	JDF	NCAP	PT	STANLY	TNR	VRANDA
AIRA	BH	EVER	JMART	NCL	PTECH	STPI	TPA	WARRIX
APCO	BIZ	FE	KGI	NDR	PYLON	SUPER	TPCH	WIN
APCS	BOL	FORTH	KJL	ONEE	QLT	SUSCO	TPCS	WP
APURE	BSBM	FSMART	KTIS	PATO	RABBIT	SVOA	TPLAS	
ARIP	BTC	FSX	KUN	PDG	RCL	SVT	TPOLY	
ARROW	CH	FTI	L&E	PJW	SAPPE	TACC	TRT	
ASIAN	CI	GEL	LHK	POLY	SECURE	TAE	TURTLE	
ATP30	CIG	GIFT	MATCH	PQS	SFLEX	TCC	TVH	
AUCT	CM	GPI	MBAX	PREB	SFT	TEKA	UBA	
A5	BVG	EASON	J	MCA	PRI	SISB	TFI	ZAA
ADD	CEN	EE	JCKH	META	PRIN	SKN	TMC	
AIE	CGH	EFORL	JMT	MGC	PROEN	SKY	TMI	
ALUCON	CHARAN	EKH	JPARK	MITSIB	PROS	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 * บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อขัดข้องการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ 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	SMPK	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	CRC	GULF	KSL	NRF	PT	SENA	TASCO	TSC	
BEC	CSC	GUNKUL	KTB	OCC	PTECH	SENX	TCAP	TSI	
BEYOND	CV	HANA	KTC	OGC	PTG	SFLEX	TEGH	TSTE	
N/A									
3K-BAT	BDMS	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
A	BEAUTY	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
AAV	BEM	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACC	BH	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
ACG	BIG	CSP	GRORIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AEONTS	BIOTEC	CSR	GVREIT	LHPF	NNCL	QHPP	SKY	TFIF	UAC
AFC	BIZ	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AGE	BJC	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	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	BTSIGF	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WFX
AMATAR	BUI	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WGE
AMR	B-WORK	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WHABT
ANAN	CCET	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHAIR
AOT	CCP	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STECON	TPBI	WHART
APCO	CGD	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TIPL	WORK
APEX	CH	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TIPIP	WORLD
APURE	CHARAN	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	
AQ	CHAYO	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	
ASAP	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	
ASEFA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIA	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
ASIMAR	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
AURA	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
B52	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFKO	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