August 27, 2025

Technology

Thailand

Humanica PCL (HUMAN TB)

หุ้นเด่นในกลุ่มให้บริการด้านเทคโนโลยี

BUY

Share Price	THB 7.00
12m Price Target	THB 10.00 (+48%)
Previous Price Target	*THB 10.00*

"ซื้อ" ด้วยมูลค่าที่ถูกและการขยายธุรกิจสู่เวียดนาม

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" HUMAN เนื่องจาก 1) ค่า P/E ล่วงหน้า 1 ปีที่ 15 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีถึง 2 SD และ 2) อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีของกำไรหลักต่อหุ้น core EPS ปี 67-70 ที่ 12% CAGR โดยได้รับแรงหนุนจากการเติบโตในภูมิภาคอาเซียน (รวมถึงการเข้าซื้อกิจการ Cadena ในเวียดนาม) เรายังคงราคาเป้าหมายอิงวิธี DCF ที่ 10.00 บาท (WACC 8.6%, TG 2.0%) ปัจจัยหนุนที่อาจกระตุ้นการ re-rating คือผลประกอบการที่แข็งแกร่งใน 3Q-4Q68 เราได้เปลี่ยนหุ้นเด่นจาก BBIK และ NETBAY มาเป็น HUMAN เนื่องจากมีความเสี่ยงน้อยกว่า

คาดกำไรหลัก 3Q68 แข็งแกร่ง (+32% YoY)

กำไรหลัก 2Q68 อยู่ที่ 90 ล้านบาท (+13% YoY, +26% QoQ) ถือว่าแข็งแกร่ง และเราคาดว่ากำไรหลัก 3Q68 จะอยู่ที่ 92 ล้านบาท (+32% YoY, +2% QoQ) โดยการเติบโต YoY มาจากการเติบโตของรายได้ 9% และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น แรงหนุนรายได้มาจากการชนะโครงการใน 1H68 มูลค่า 305 ล้านบาท (+40% YoY) ขณะที่กำไรหลักคาดว่าจะเติบโต 2% QoQ ได้แรงหนุนจากการเริ่มรวมงบการเงินของ Cadena ในเดือน ส.ค.

การเข้าซื้อกิจการในเวียดนามเริ่มสร้างกำไรตั้งแต่เดือน ส.ค.

Cadena ซึ่งเป็นผู้ให้บริการระบบ payroll ที่มี localisation สำหรับตลาดเวียดนาม คาดว่าจะสร้างกำไร 4 ล้านบาทใน 3Q68 โดย HUMAN ได้เข้าซื้อ Cadena เมื่อวันที่ 23 ก.ค. มูลค่า 7 ล้านเหรียญสหรัฐ (226 ล้านบาท) ซึ่งคิดเป็นค่า P/E 13 เท่า (ปี 67) เราคาดว่า Cadena จะสร้างกำไรหลัก 18-24 ล้านบาทในปี 68-70 คิดเป็นสัดส่วน 2%/5%/5% ของกำไร HUMAN ในปี 68/69/70 ตามลำดับ ทั้งนี้ ตลาดแรงงานเวียดนามมีขนาดใหญ่ (จำนวนลูกจ้างเวียดนามอยู่ที่ 20.2 ล้านคน vs ไทย 12.1 ล้านคน) และมีการเติบโตของ GDP สูง (ปี 67 GDP เวียดนามโต +7.1% vs ไทย +2.5%)

มูลค่าหุ้นถูกและความเสี่ยงต่อประมาณการมีจำกัด

HUMAN ซื้อขายที่ค่า P/E ล่วงหน้า 1 ปีเพียง 14.9 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี (31.4 เท่า) ถึง 2 SD และใกล้ระดับต่ำสุดในอดีตที่ 14.4 เท่า แม้ว่าการเติบโตของ core EPS ปี 67-70 จะอยู่ที่ 12% CAGR ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย 5 ปีในอดีต นอกจากนี้ เรายังมองว่า HUMAN มีความเสี่ยงต่ำสุดในกลุ่มบริษัทให้บริการด้านเทคโนโลยี เนื่องจาก 1) 75% ของรายได้ 1H68 เป็นรายได้ประจำ (recurring income) และ 2) ความได้เปรียบด้านต้นทุนช่วยให้ HUMAN ชิงส่วนแบ่งตลาดจากผู้เล่นต่างชาติได้ ขณะที่บริษัทให้บริการด้านเทคโนโลยีรายอื่นมีความอ่อนไหวต่อเศรษฐกิจไทย (การเติบโตของ GDP หรือ การนำเข้า–ส่งออก) และการลงทุนจากภาครัฐมากกว่า

FYE Dec (THB m)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	1,301	1,424	1,545	1,692	1,810
EBITDA	508	567	598	654	708
Core net profit	302	334	366	409	455
Core FDEPS (THB)	0.35	0.38	0.44	0.49	0.54
Core FDEPS growth(%)	29.4	10.7	13.8	11.5	11.3
Net DPS (THB)	0.22	0.30	0.33	0.37	0.41
Core FD P/E (x)	30.2	21.8	16.0	14.3	12.9
P/BV (x)	2.5	2.0	1.7	1.6	1.6
Net dividend yield (%)	2.1	3.6	4.7	5.3	5.9
ROAE (%)	8.8	9.5	10.2	11.4	12.3
ROAA (%)	7.5	8.0	8.8	9.9	10.7
EV/EBITDA (x)	17.0	11.8	9.5	8.3	7.4
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Consensus net profit	-	-	366	409	455
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(0.0)	0.0	(0.0)

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

Company Description

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

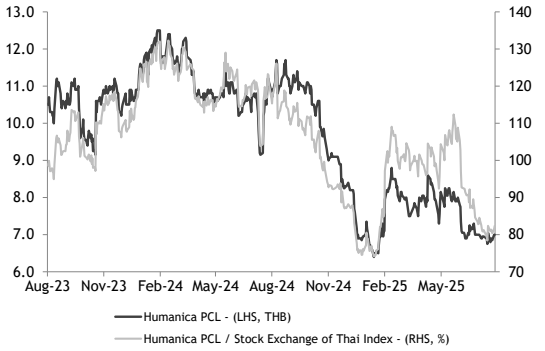
Statistics

52w high/low (THB)	11.70/6.40
3m avg turnover (USDm)	0.2
Free float (%)	65.0
Issued shares (m)	843
Market capitalisation	THB5.9B USD182M

Major shareholders:

Soontorn Dentham	30.1%
Viko Technologies	20.6%
BNY MELLON NOMINEES LIMITED	6.7%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	0	(7)	(36)
Relative to index (%)	(3)	(13)	(30)

Source: FactSet

Stocks mentioned

BBIK - Bluebik Group (BBIK TB, CP THB21.0, BUY, TP THB28.0)
NETBAY - Netbay (NETBAY TB, CP THB23.5, HOLD, TP THB24.2)

ESG@MAYBANK IBG
Tear Sheet Insert

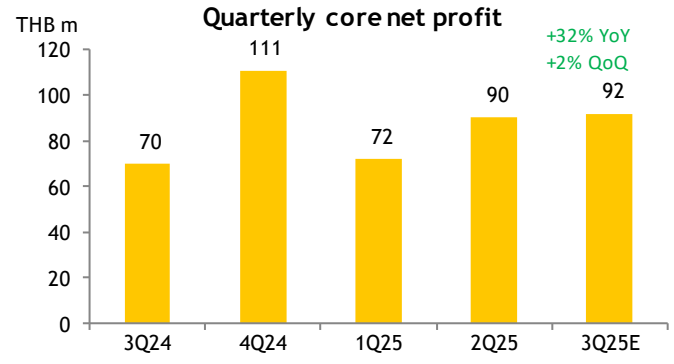
1. Expect strong 3Q25 core profit (+32% YoY)

2Q25 core profit was strong (+13% YoY, +26% QoQ), and 1H25 core profit achieved 44% of our full-year forecast.

We forecast 3Q25 core profit of THB92m (+32% YoY, +2% QoQ). On the YoY basis, we forecast 9% 3Q25 revenue growth and gross margin expansion. The revenue growth should stem from 1H25 project wins of THB305m (+40% YoY). Chief Technology Officer (CTO) Gordon Enns believes the strong new sales are sustainable going forward.

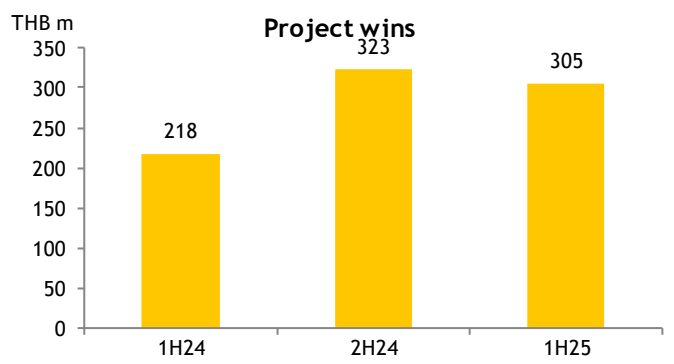
Also, we expect 3Q25 core profit growth of 2% QoQ, supported by the consolidation of Cadena's financial statements in Aug'25.

Fig 1: 3Q25E core profit of THB92m (+32% YoY, +25% QoQ)



Source: Company, MST

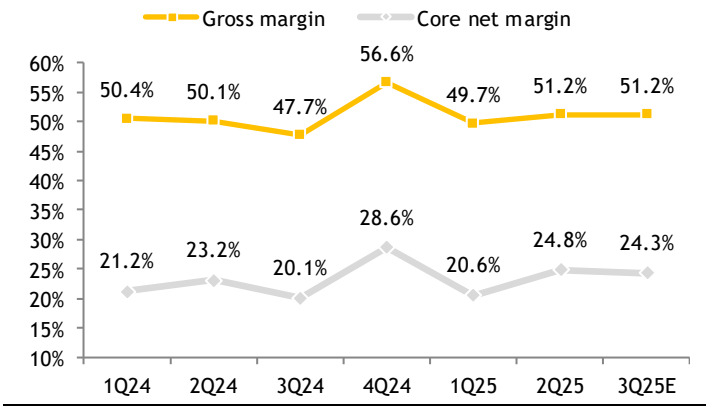
Fig 2: 1H25 project wins of THB305m are up 40% YoY



Note: project wins are based on 36 months of total contract value
Source: Company, MST

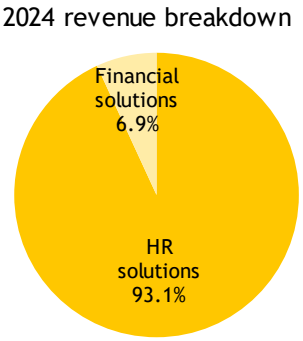
We expect gross margin to rise from 47.7% in 3Q24 to 51.2% in 3Q25. 3Q24 gross margin was depressed by higher staff costs (recruitment and training) in the project implementation and payroll outsourcing teams as HUMAN prepared to deliver more projects to clients from 4Q24 onwards.

Fig 3: Gross margin to rise from 47.7% in 3Q24 to 51.2% 3Q25E



Source: Company, MST

Fig 4: FY24 revenue breakdown



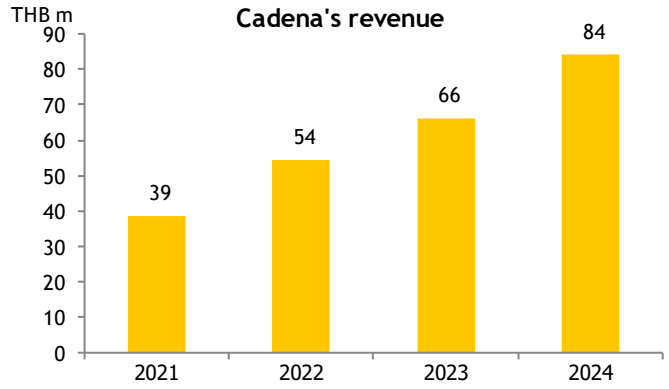
Source: Company, MST

2. Cadena to start contributing profit in Aug'25

2.1 We have factored in profit contribution from Cadena

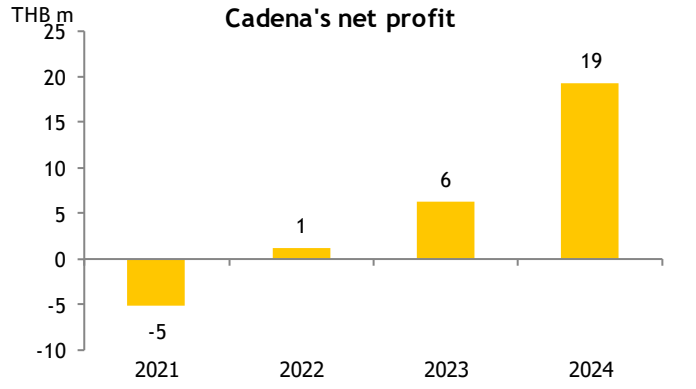
On 23 Jul, HUMAN acquired Cadena for USD7m (THB226m), implying 13x FY24 P/E. Cadena, which offers localised payroll and time attendance system in the Vietnamese market, is a fast-growing company with FY22-24 revenue CAGR of 24% and 308% net profit CAGR.

Fig 5: Cadena's revenue



Source: Company, MST

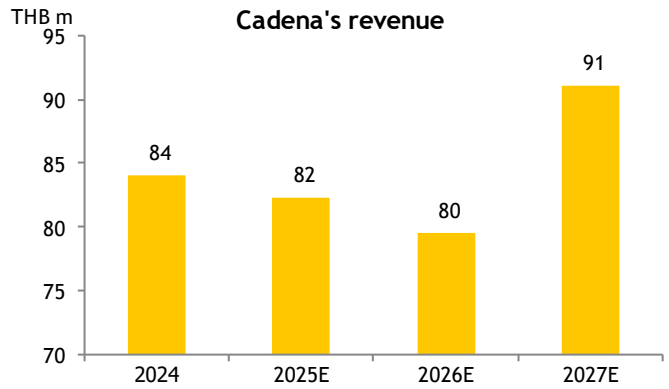
Fig 6: Cadena's net profit



Source: Company, MST

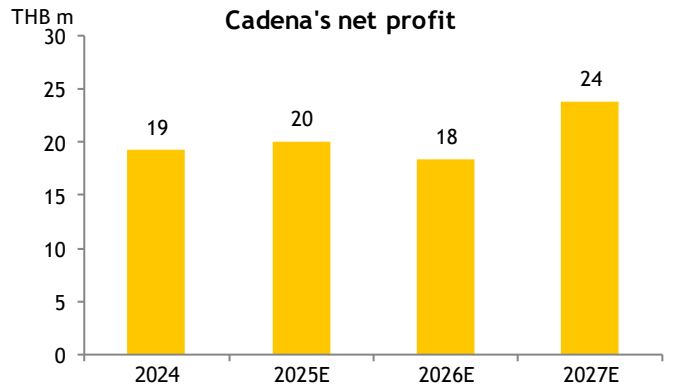
We conservatively forecast core profit growth to ease to 7% FY24-27E CAGR as HUMAN plans to transition Cadena's business model from outright licence sales to software subscriptions. Cadena now accounts for 2%/5%/5% of HUMAN's core profit in FY25/26/27E. HUMAN is still drawing up a business plan and setting performance targets for Cadena.

Fig 7: We forecast FY24-27E revenue CAGR of 3%



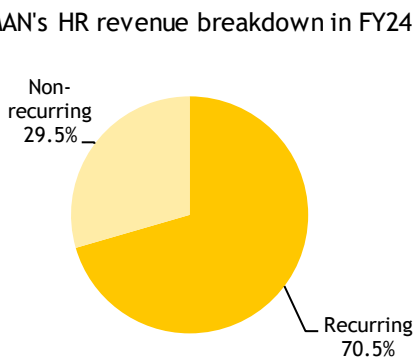
Source: Company, MST

Fig 8: We forecast FY24-27E net profit CAGR of 7%



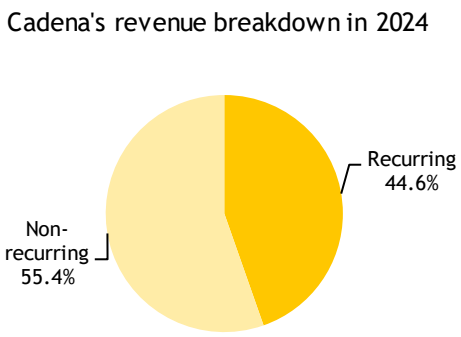
Source: Company, MST

Fig 9: HUMAN's HR recurring revenue is higher than non-recurring portion as it offers SaaS and HR payroll outsourcing



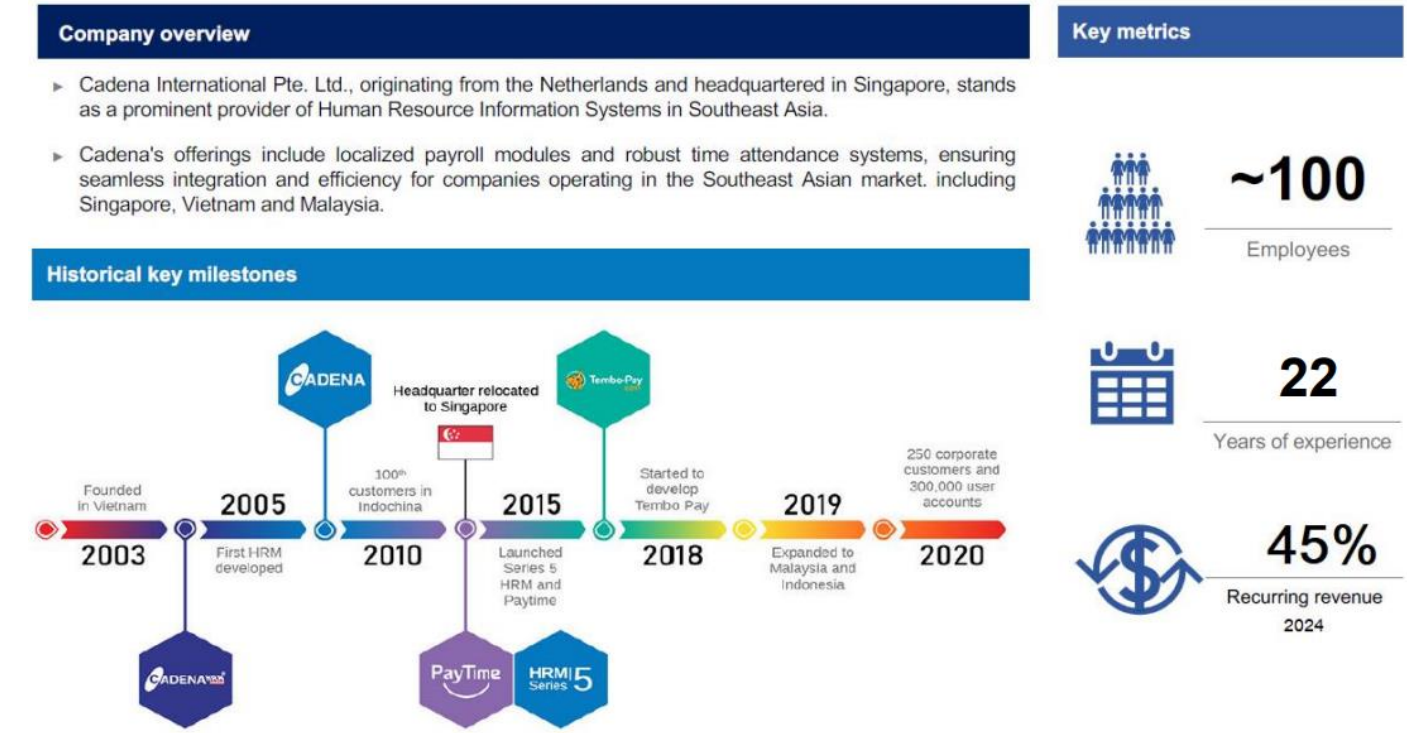
Source: Company, MST

Fig 10: Cadena's non-recurring revenue is higher than the recurring portion as it focuses on perpetual licence sales



Source: Company, MST

Fig 11: Overview of Cadena



Source: Company, MST

Fig 12: Examples of Cadena's customers

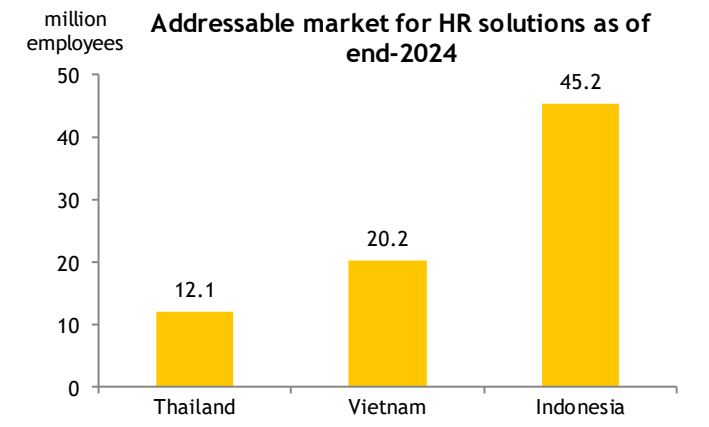
Source: Company, MST

2.2 Vietnam represents long-term growth opportunities

Vietnam represents long-term earnings upside for HUMAN as it has a larger labour market and much higher GDP growth. Vietnam has 20.2m employees under the country's social insurance, higher than 12.1m in Thailand. In 2024, Vietnam's GDP growth was 7.1%, higher than Thailand's 2.5%.

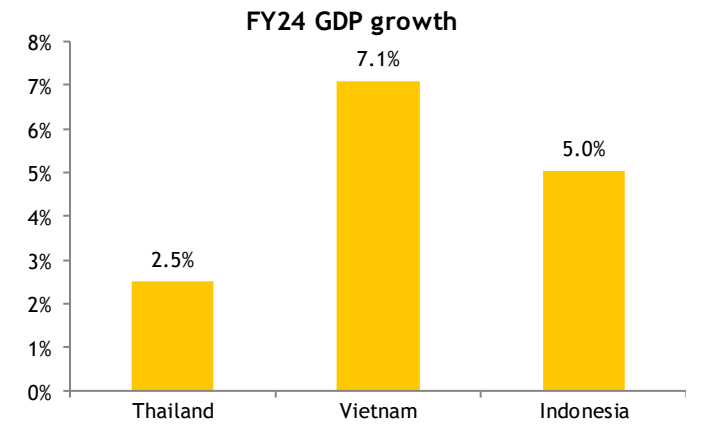
Management has stated that global players' software offerings are not very popular in Vietnam due to their high prices and the lack of localised payroll modules. Cadena's edge over global competitors is the localised payroll and time attendance system for the Vietnamese market. The CTO also added that the market is still nascent, and there is still no leadership in enterprise market of HR solutions.

Fig 13: Addressable markets for HR solutions in terms of number of employees with social insurance (Thailand vs Vietnam vs Indonesia) as of end-2024



Source: Social Security (Article 33) for Thailand, BPJS Ketenagakerjaan for Indonesia, Social Insurance (compulsory and voluntary) for Vietnam, MST

Fig 14: FY24 GDP growth (Thailand vs Indonesia vs Vietnam)



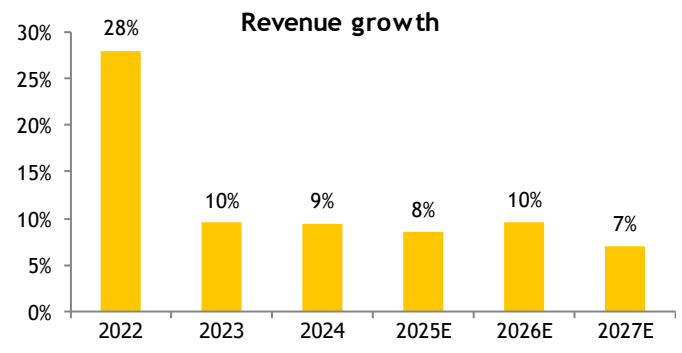
Source: Bank of Thailand, Reuters, MST

3. Cheap valuation and limited downside risk

HUMAN is trading at 1-year-forward P/E of 14.9x, 2 SD below the 5-year mean of 32x. The P/E ratio is near a record low of 14.4x despite the FY24-27E core EPS CAGR of 12% being on par with the FY19-24 CAGR.

We believe HUMAN has the lowest downside risk among the tech-service companies under our coverage because: i) 75% of 1H25 revenue was recurring; and ii) HUMAN's cost advantage has allowed the company to gain market share from global players. Other tech-service companies are more sensitive to the Thai economy (i.e. GDP growth or import-export volume) and government investment.

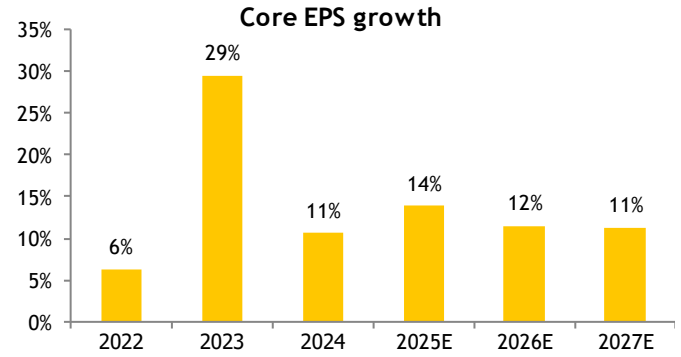
Fig 15: Revenue growth



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

Source: Company, MST

Fig 16: Core EPS growth



Source: Company, MST

Fig 17: HUMAN is trading at 1-year-forward P/E of 15x, 2 SD below the 5-year mean of 31x

Source: Company, MST

Share repurchase 91% completed

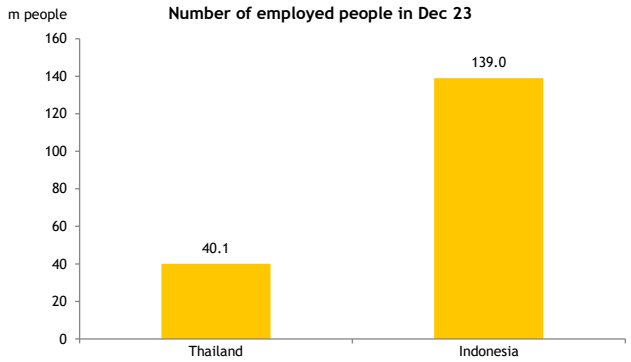
On 27 Feb 2025, the board approved the share repurchase programme, allowing HUMAN to buy up to 31.2m of its own shares (3.6% of outstanding shares at the end of 2024) from the stock market until 4 Sep 2025.

As of 22 Aug 2025, HUMAN has bought 28.4m shares (91% of the budget). We expect HUMAN to have bought 31.2m shares by 4 Sep 2025, and our EPS forecasts and target price already incorporate the 100%-completed share repurchase. On 22 Aug 2025, CEO Soontorn Dentham mentioned during the Opportunity Day than he planned to reduce capital after the completion of share repurchase; however, the final decision is still under the board's consideration.

Value Proposition

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

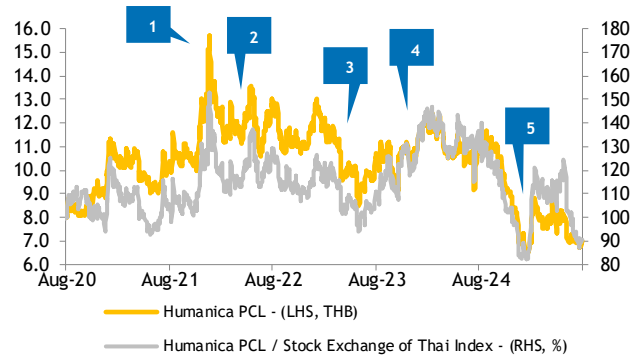
Number of employed people in 2023



Source: Bank of Thailand, Trading Economics, MST

Price Drivers

Historical share price trend



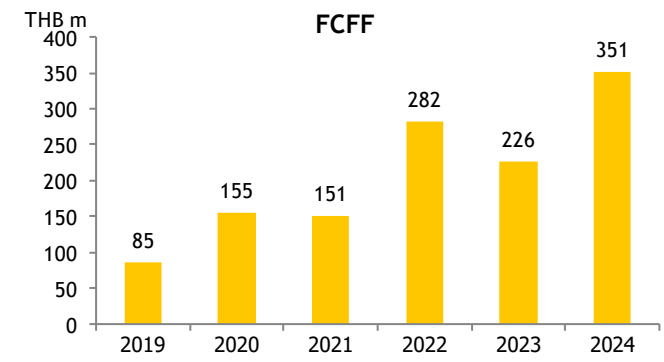
Source: Company, MST

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

Financial Metrics

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

Free cashflow to firm



Source: Company, MST

Swing Factors

Upside

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

Downside

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

ESG@MAYBANK IBG

wasu.m@maybank.com

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

Business Model & Industry Issues

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

Material E issues

- HUMAN and its landlord have redesigned the office building with a focus on energy saving, water efficiency and CO2 emission reduction. The building won LEED Award, Gold from SCG Building and Living Care Consulting in 2021. LEED stands for Leadership in Energy and Environmental Design.
- HUMAN has used solar panels for electricity. In 2021-24, the solar panels accounted for 22% of the full-year consumption, up from 19% in 2019.
- HUMAN has a solid track record of software innovation. This is good for the environment because rising digital adoption usually leads to reduction of paper uses.
- In 2020, it won Best Innovative Company Awards from the Stock Exchange of Thailand.
- In Mar 2024, HUMAN disclosed historical data of Scope 1 and Scope 2 carbon emissions for the first time. Nevertheless, emission intensity (tCO2e/THBm of revenue) rose from 29% in FY22 to 46% in FY23 as employees were returning to work at the office after the pandemic risk subsided.

Material S issues

- In 2020, HUMAN decided to drop the numeric label of its flagship software Humatrix because the company started upgrading the software several times a year. The company's mission is "to help the employees of our clients to work better and live happier".
- HUMAN has ramped up average training hours per employee to 12.7 in 2024, from 9.2/5.8/2.6 in 2023/22/21.
- In response to waves of Covid-19 outbreak, HUMAN has spent THB778,500 on donations (i.e. cash and essential products).

Key G metrics and issues

- HUMAN had seven board members at the end of 2023, and one was a woman. Two board members, CEO Soontorn Dentham and CTO Gordon Enns, were the executive directors.
- The company had 9 people on its executive committee, including three women.
- Management remuneration (salaries, bonuses, and contributions to the provident fund) for 7 key executives was THB43m in 2024 (12.5% of net profit). In comparison, the 2023 remuneration for 9 key executives was THB49m (15.9% of net profit).
- The company's governance principles focus on the responsibilities and effectiveness of its leaders. The management team reviews its succession plan with the CEO annually.
- HUMAN keeps upgrading/modernising its software with new modules by developing new applications and seeking new partners; this helps reduce the risk of its software becoming obsolete.
- The company completed its new flagship software, Workplaze, in Mar 2023. Ever since, it has added new features to the software as evidenced in heavy software capex of THB49m in FY23 (+120% YoY).

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

ESG@MAYBANK IBG

	Quantitative Parameters (Score: 67)					
	Particulars	**Unit**	**2022**	**2023**	**2024**	**BBIK TB (2024)**
E	Scope 1	m tCO2e	**7.37**	**7.11**	**6.6**	**N/A**
	Scope 2	m tCO2e	292.34	591.79	681.39	N/A
	Total	**m tCO2e**	**299.71**	**598.9**	**687.99**	**N/A**
	Scope 3	m tCO2e	0	0.16	0.72	N/A
	Total	**m tCO2e**	**299.71**	**599.06**	**688.71**	**N/A**
	Scope 1 & 2 emission intensity	tCO2e/THBm	0.31	0.49	0.52	N/A
	Electricity usage per sqm of office space	kWh per sqm	76.4	90.2	61.6	N/A
	RE as % of electricity usage	%	N/A	N/A	22%	N/A
	Water usage	cubic metre	4,330	5,749	NA	N/A
	Waste recycled	%	N/A	2.1%	1.2%	N/A
	Green building certified	sqm	N/A	N/A	1	N/A
S	% of women in workforce	%	50.6%	49.8%	48.4%	47.0%
	% of women in management roles	%	46.9%	41.1%	42.0%	51.0%
	% employee turnover	%	36.4%	29.8%	27.1%	18.5%
	Average training hours	hours/person/year	5.8	9.2	12.7	0.4
	Customer satisfaction score	score	N/A	79.6%	85.9%	N/A
	Cyber security and personal data incidents	number	0	0	0	0
G	Directors' and management's compensations as % of net profit	%	0.79%	0.36%	0.30%	1.6%
	Executive salary as % of profit	%	22.0%	15.9%	12.4%	16.4%
	Independent director (tenure<10 years) as % of BoD	%	57.1%	57.1%	57.1%	56%
	Women directors on board	%	14.3%	14.3%	14.3%	11%

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?

Yes. HUMAN has a management Sustainable Development Committee headed by the CEO to oversee and set sustainability policies in alignment with the Company's policies.

b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?

No.

c) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions - which parameters are captured?

Yes. Waste generated from operations.

d) Has the company been involved in controversies which have impacted their management/stock price performance

No.

e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?

Installation of roof-top solar, now 22% of electricity usage; company's employee shuttle service is fully electric; 2-wheeler electric charging stations for employees. The company follows the 3R principle (Reduce, Reuse, and Recycle) and is also raising awareness among employees at all levels on how to properly sort waste. Additionally, it collects plastic waste and upcycles it.

f) Does the company Buying/generating carbon credit/offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?

No.

Target (Score: 100)	
Particulars	**Achieved in 2024**
IT security & data privacy training to all staffs	100%
Reduce single-use plastics by 30% by 2025	N/A
Reduce the company's total waste by 10% by 2028 with the base year being 2024	-
Increase recycling rate from 2% to 5% by 2028 with the base year being 2024.	-
Emission reduction short term 3% by 2026 as a part of long term target/net zero 2065	-
Reducing total energy consumption by 10 percent by 2034 with the base year being 2023.	15%
Turnover Rate of employees with more than one year of service not exceeding 25%	9.29%
Impact	
NA	
Overall Score: 76	
As per our ESG matrix, Humanica (HUMAN TB) has overall score of 76.	

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	67	34
Qualitative	25%	67	17
Target	25%	100	25
Total			**76**

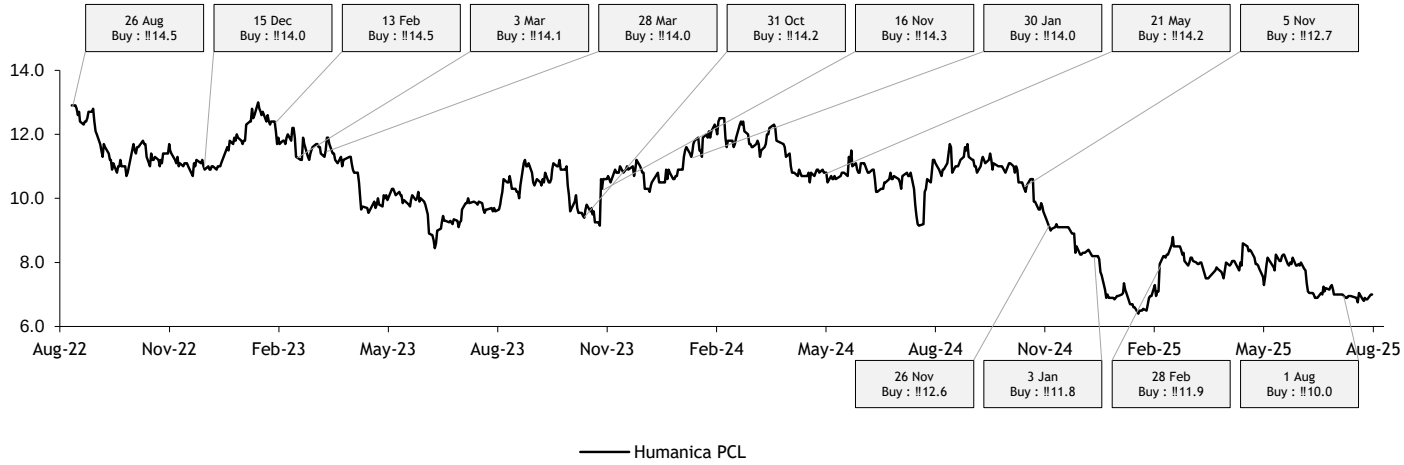
As per our ESG assessment, HUMAN's strong points in social and governance aspects outweigh the lack of data collection and long-term goals in the environmental aspects. The company's overall ESG score is 76, in-line with Maybank universe's average ESG rating of 50.

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	29.9	27.3	16.3	14.3	12.9
Core P/E (x)	30.2	21.8	16.3	14.3	12.9
Core FD P/E (x)	30.2	21.8	16.0	14.3	12.9
P/BV (x)	2.5	2.0	1.7	1.6	1.6
P/NTA (x)	6.6	4.8	4.2	3.8	3.5
Net dividend yield (%)	2.1	3.6	4.7	5.3	5.9
FCF yield (%)	4.2	5.9	8.0	8.5	9.0
EV/EBITDA (x)	17.0	11.8	9.5	8.3	7.4
EV/EBIT (x)	23.2	15.5	12.5	10.7	9.2
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	1,301.1	1,423.9	1,544.9	1,692.3	1,810.3
EBITDA	508.0	567.4	598.3	654.4	707.6
Depreciation	(68.9)	(67.0)	(71.8)	(75.6)	(76.5)
Amortisation	(66.0)	(67.9)	(72.1)	(76.1)	(60.7)
EBIT	373.1	432.5	454.5	502.8	570.4
Net interest income /(exp)	(13.0)	(9.9)	(8.9)	(7.6)	(6.3)
Associates & JV	(9.5)	(8.7)	(4.0)	(2.0)	(2.0)
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	7.9	4.6	6.8	6.8	6.8
Pretax profit	358.5	418.5	448.4	500.0	569.0
Income tax	(50.9)	(73.0)	(82.1)	(91.4)	(114.2)
Minorities	0.6	(1.6)	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	308.2	344.0	366.3	408.5	454.8
Core net profit	301.6	333.8	366.3	408.5	454.8
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	613.0	678.5	363.4	516.9	666.5
Accounts receivable	185.9	226.8	220.7	241.8	258.6
Inventory	6.4	3.9	3.9	3.9	3.9
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	49.1	46.3	41.2	36.1	30.1
Intangible assets	2,216.2	2,179.1	2,151.5	2,117.9	2,102.6
Investment in Associates & JVs	182.8	204.0	200.0	198.0	196.0
Other assets	845.9	877.0	1,093.7	1,083.5	1,074.7
Total assets	**4,099.3**	**4,215.4**	**4,074.3**	**4,198.0**	**4,332.3**
ST interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Accounts payable	60.4	74.2	124.0	133.7	141.7
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other liabilities	439.0	455.0	421.0	421.0	422.0
Total Liabilities	**499.6**	**529.7**	**545.4**	**555.0**	**563.2**
Shareholders Equity	3,578.0	3,680.1	3,526.0	3,638.3	3,762.9
Minority Interest	21.7	5.7	2.9	4.8	6.2
Total shareholder equity	**3,599.7**	**3,685.8**	**3,528.9**	**3,643.0**	**3,769.1**
Total liabilities and equity	**4,099.3**	**4,215.4**	**4,074.3**	**4,198.0**	**4,332.3**
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	358.5	418.5	448.4	500.0	569.0
Depreciation & amortisation	134.8	134.9	143.8	151.6	137.1
Adj net interest (income)/exp	13.0	9.9	8.9	7.6	6.3
Change in working capital	2.0	32.0	25.9	(4.8)	(2.4)
Cash taxes paid	(54.3)	(72.1)	(82.1)	(91.4)	(114.2)
Other operating cash flow	(0.6)	(26.9)	(2.8)	(4.8)	(4.8)
Cash flow from operations	453.5	496.4	542.1	558.2	591.0
Capex	(67.8)	(65.2)	(64.5)	(62.4)	(65.4)
Free cash flow	385.7	431.2	477.6	495.8	525.6
Dividends paid	(173.5)	(236.5)	(270.4)	(296.3)	(330.1)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	(250.0)	0.0	0.0
Change in Debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other invest/financing cash flow	(183.3)	(152.1)	(272.4)	(45.9)	(45.9)
Effect of exch rate changes	(2.1)	22.9	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	26.9	65.5	(315.1)	153.5	149.6

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	24.4	9.4	8.5	9.5	7.0
EBITDA growth	55.3	11.7	5.5	9.4	8.1
EBIT growth	65.8	15.9	5.1	10.6	13.5
Pretax growth	87.9	16.7	7.1	11.5	13.8
Reported net profit growth	86.9	11.6	6.5	11.5	11.3
Core net profit growth	29.4	10.7	9.7	11.5	11.3
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	39.0	39.8	38.7	38.7	39.1
EBIT margin	28.7	30.4	29.4	29.7	31.5
Pretax profit margin	27.6	29.4	29.0	29.5	31.4
Payout ratio	61.9	75.7	77.1	75.7	75.7
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	23.7	24.2	23.7	24.1	25.1
Revenue/Assets (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Assets/Equity (x)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
ROAE (%)	8.8	9.5	10.2	11.4	12.3
ROAA (%)	7.5	8.0	8.8	9.9	10.7
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	18.7	19.8	6.4	(6.5)	(6.5)
Days receivable outstanding	51.9	52.2	52.1	49.2	49.8
Days inventory outstanding	3.9	2.7	1.9	1.8	1.7
Days payables outstanding	37.1	35.0	47.6	57.4	57.9
Dividend cover (x)	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3
Current ratio (x)	3.2	2.7	1.8	2.1	2.4
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	8.2	8.0	7.5	7.6	7.7
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net gearing (%) (excl. perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net interest cover (x)	28.7	43.7	51.1	66.2	91.2
Debt/EBITDA (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capex/revenue (%)	5.2	4.6	4.2	3.7	3.6
Net debt/ (net cash)	(613.0)	(678.5)	(363.4)	(516.9)	(666.5)

Source: Company; Maybank IBG Research

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



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

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

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ(บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก “Maybank IBG” ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า “Representatives” จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น“คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

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

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

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิ่งในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นการประเมินจากด้านเทคนิก และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิกอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิกได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน 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 อย่างไรก็ตามบทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อนอาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุน

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

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

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) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Wedbush ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Wedbush ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อจำกัดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า Wedbush ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวเนื่องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

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

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์**: 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 และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง และกลต. **ฟิลิปปินส์**: Maybank Securities Inc (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม**: บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง**: MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย**: บริษัท MIB Securities India Private จำกัด ("MIBSI") เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India ("SEBI") (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Banker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **อังกฤษ**: Maybank Securities (London) Ltd (จดทะเบียนเลขที่ 2377538)เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Conduct Authority

Disclosure of Interest

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

สิงคโปร์: ณ วันที่ 27 สิงหาคม 2568, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

ฮ่องกง: ณ วันที่ 27 สิงหาคม 2568, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

อินเดีย: ณ วันที่ 27 สิงหาคม 2568 และ ณ วันสิ้นเดือนก่อนวันที่ตีพิมพ์บทวิเคราะห์ฉบับนี้ MIBSI นักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง / ญาติไม่มีส่วนได้เสียทางการเงินหรือเป็นเจ้าของที่แท้จริงหรือเป็นผู้มีส่วนได้เสียในหุ้นใด ๆ หรือมีผลประโยชน์ทับซ้อนในบริษัทนั้นๆ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ในช่วงสิบสองเดือนที่ผ่านมา MIBSI และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องไม่ได้รับค่าตอบแทนหรือผลประโยชน์อื่นใดจากบริษัทที่กล่าวถึงในบทวิเคราะห์หรือบุคคลที่สามที่เกี่ยวข้องกับบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

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

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ไม่ได้ขึ้นอยู่กับการให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

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

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบ จาก 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
ABM	BRI	FLOYD	KKP	PAP	SCAP
ACE	BRR	FN	KSL	PB	SCB
ACG	BSRC	FPI	KTB	PCC	SCC
ADVANC	BTG	FPT	KTC	PCSGH	SCCC
AE	BTS	FVC	KTMS	PDJ	SCG
AF	BTW	GABLE	KUMWEL	PEER	SCGD
AGE	BWG	GC	LALIN	PG	SCGP
AH	CBG	GCAP	LANNA	PHOL	SCM
AIT	CENTEL	GFC	LH	PIMO	SCN
AJ	CFRESH	GFPT	LHFG	PLANB	SDC
AKP	CHASE	GGC	LIT	PLAT	SEAFCO
AKR	CHEWA	GLAND	LOXLEY	PLUS	SEAOIL
ALLA	CHOW	GLOBAL	LPN	PM	SELIC
ALT	CIMBT	GPSC	LRH	PORT	SENA
AMA	CIVIL	GRAMMY	LST	PPP	SENX
AMARIN	CK	GULF	M	PPS	SGC
AMATA	CKP	GUNKUL	MAJOR	PR9	SGF
AMATAV	CNT	HANA	MALEE	PRG	SGP
ANAN	COLOR	HARN	MBK	PRIME	SHR
AOT	COM7	HENG	MC	PRM	SICT
AP	CPALL	HMPRO	M-CHAI	PRTR	SIRI
ASIMAR	CPAXT	HPT	MCOT	PSH	SIS
ASK	CPF	HTC	MFC	PSL	SITHAI
ASP	CPL	ICC	MFEC	PTT	SJWD
ASW	CPN	ICHI	MINT	PTTEP	SKE
AURA	CPW	III	MODERN	PTTGC	SKR
AWC	CRC	ILINK	MONO	Q-CON	SM
B	CRD	ILM	MOONG	QH	SMPC
BAFS	CREDIT	IND	MOSHI	QTC	SNC
BAM	CSC	INET	MSC	RATCH	SNNP
BANPU	CV	INSET	MST	RBF	SNP
BAY	DCC	INTUCH	MTC	RPC	SO
BBGI	DDD	IP	MTI	RPH	SONIC
BBL	DELTA	IRC	MVP	RS	SPALI
BCH	DEMCO	IRPC	NCH	RT	SPC
BCP	DITTO	IT	NER	RWI	SPI
BCPG	DMT	ITC	NKI	S	SPRC
BDMS	DOHOME	ITEL	NOBLE	S&J	SR
BEC	DRT	ITTHI	NRF	SA	SSC
BEM	DUSIT	IVL	NSL	SAAM	SSF
BEYOND	EASTW	JAS	NTSC	SABINA	SSP
BGC	ECF	JTS	NVD	SAK	SSSC
BGRIM	ECL	K	NWR	SAMART	STA
BJC	EGCO	KBANK	NYT	SAMTEL	STECON
BKIH	EPG	KCC	OCC	SAT	STGT
BLA	ERW	KCE	OR	SAV	STI
BPP	ETC	KCG	ORI	SAWAD	SUC

Score Range	Number of Logo	Description
90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Lower than 50	No logo given	N/A

SUN	TPIPP							
SUTHA	TPS							
SVI	TQM							
SYMC	TQR							
SYNEX	TRP							
SYNTEC	TRUBB							
TASCO	TRUE							
TBN	TRV							
TCAP	TSC							
TCMC	TSTE							
TEAMG	TSTH							
TEGH	TTA							
TFG	TTB							
TFMAMA	TTCL							
TGE	TTW							
TGH	TU							
THANA	TVDH							
THANI	TVO							
THCOM	TVT							
THG*	TWPC							
THIP	UAC							
THRE	UBE							
THREL	UBIS							
TIPH	UKEM							
TISCO	UPF							
TK	UPOIC							
TKS	UV							
TKT	VARO							
TLI	VGI							
TM	VIH							
TMILL	WACOAL							
TMT	WGE							
TNDT	WHA							
TNITY	WHAUP							
TNL	WICE							
TOA	WINMED							
TOG	WINNER							
TOP	ZEN							
TPAC								
TPBI								
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	SMD	TNP	
AMC	CHAYO	ESTAR	JR	MK	PTC	SMIT	TOPP	
AMR	CHIC	ETL	JSP	NAM	READY	SORKON	TRU	
ARIN	CHOTI	FNS	JUBILE	NOVA	ROCTEC	SPG	UEC	
ASEFA	CITY	GBX	KBS	NTV	SABUY	SST	UOBKH	
ASIA	CMC	GENCO	KCAR	NV	SALEE	STC	VL	
ASN	CPANEL	GTB	KIAT	OGC	SAMCO	STOWER	WAVE	
BIG	CSP	GYT	KISS	PACO	SANKO	STP	WFX	
BIOTEC	DEXON	ICN	KK	PANEL	SCI	SVR	WIIK	
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 * บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

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	IHL	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	SMPC	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
AMANAH	CEN	EP	INOX	MC	PL	RWI	SPALI	TISCO	UV
AMATA	CENTEL	EPG	INSURE	MCOT	PLANB	S&J	SPC	TKN	VCOM
AMATAV	CFRESH	ERW	INTUCH	MEGA	PLANET	SA	SPI	TKS	VGI
AP	CGH	ETC	IRPC	MENA	PLAT	SAAM	SPRC	TKT	VIBHA
APCS	CHEWA	ETE	ITC	META	PLUS	SABINA	SRICHA	TMD	VIH
AS	CHOTI	FNS	ITEL	MFC	PM	SAK	SSF	TMILL	WACOAL
ASIAN	CHOW	FPI	IVL	MFEC	PPP	SAPPE	SSP	TMT	WHA
ASK	CI	FPT	JAS	MINT	PPPM	SAT	SSSC	TNITY	WHAUP
ASP	CIG	FSMART	JMART	MODERN	PPS	SC	SST	TNL	WICE
ASW	CIMBT	FSX	JR	MONO	PQS	SCB	STA	TNP	WIIK
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	SEAOIL	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	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AEONTS	BIOTEC	CSR	GVREIT	LHPF	NNCL	QHPF	SKY	TFFIF	UAC
AFC	BIZ	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AGE	BJC	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQ
AHC	BJCHI	CTW	HPF	LPF	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMCG	BKD	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AIMIRT	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	TPIPL	WORK
APEX	CH	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	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