

Berli Jucker (BJC TB)

ปรับลดประมาณการกำไรสะท้อนการ
บริโภคที่ชะลอ

คงคำแนะนำ “ซื้อ” แต่ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 24 บาท

We เราปรับลดประมาณการกำไรลงเพื่อสะท้อนการบริโภคที่อ่อนแอ แต่ยังคงคำแนะนำ “ซื้อ” โดยปรับราคาเป้าหมายตามวิธี DCF ลงเป็น 24 บาท จากเดิม 26 บาท กำไรหลักใน 2Q68 คาดว่า จะลดลง 4% YoY จากยอดขายของบิกซีและยอดขายบรรจุภัณฑ์ที่ลดลง กำไรมีแนวโน้มอ่อนตัวต่อใน 3Q68 ก่อนที่จะฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 4Q68 จากปัจจัยฤดูกาลและการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ เราคาดว่ากำไรปี 68 จะเติบโต 9% YoY ซึ่งสูงกว่าการเติบโตเฉลี่ยของกลุ่มค้าปลีกที่ 4% ปัจจุบัน BJC ซื้อขายที่ระดับ P/E ปี 68 ที่ 15.7 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีอยู่ 1.75 SD

คาดการณ์กำไรหลักใน 2Q68 ลดลง 4% YoY

เราคาดว่ากำไรหลักใน 2Q68 จะลดลง 4% YoY เนื่องจากผลกระทบของการของบิกซีที่ชะลอตัวลง และยอดขายบรรจุภัณฑ์ที่ลดลง โดย SSSG ของบิกซีคาดว่าจะติดลบ 2% จากที่เป็นบวก 2.1% ในช่วง 1Q68 เนื่องจากได้รับผลกระทบจากสภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวย จำนวนนักท่องเที่ยวลดลง และการลดการขาย B2B ที่ไม่ทำกำไร ขณะที่ยอดขายบรรจุภัณฑ์คาดว่าจะหดตัว 4% YoY จากยอดขายกระป๋องออลิเนียมที่ลดลงเมื่อเทียบกับฐานที่สูงในปีก่อน และลูกค้ารายหลัก (ผู้ผลิตกาแฟรายใหญ่) เพิ่งกลับมาเริ่มสั่งซื้อเมื่อปลายเดือน พ.ค. ด้านบรรจุภัณฑ์แก้วมีแนวโน้มยอดขายอ่อนตัวจากปริมาณและราคาที่ลดลงตามต้นทุนวัตถุดิบ อย่างไรก็ตาม ธุรกิจสินค้าอุปโภคบริโภค รวมทั้งธุรกิจเครื่องมือแพทย์และเวชภัณฑ์จะยังคงแข็งแกร่ง โดยได้รับแรงหนุนจากการเปิดตัวสินค้าใหม่และการจำหน่ายวัคซีนใช้ขวดใหญ่

ปรับลดประมาณการกำไร

กำไรมีแนวโน้มอ่อนตัวต่อในช่วง 3Q68 จากผลกระทบฤดูกาลที่เป็นโลว์ซีซั่น ก่อนที่จะกลับมาฟื้นตัวใน 4Q68 ซึ่งเป็นช่วงเทศกาลช่วงปลายปี มีการเบิกจ่ายงบประมาณ และอัตรากำไรที่ดีขึ้นหลังการขายธุรกิจที่ขาดทุนไปในช่วงก่อนหน้านี้ เราปรับลดประมาณการกำไรหลักปี 68-69 ลง 3% และ 4% ตามลำดับ เพื่อสะท้อนผลกระทบของการของบิกซีและธุรกิจบรรจุภัณฑ์ที่ชะลอลง โดยคาดว่า SSSG ของบิกซีในปีนี้จะอยู่ที่ -1% เราปรับคาดการณ์กำไรหลักปี 68 ลงแต่ยังคงคาดว่ากำไรเติบโต 9% YoY เป็น 5.02 พันล้านบาท

ปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 24 บาท

จากการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธี DCF (WACC 7.1%, Growth 1.5%) ราคาเป้าหมายใหม่ปรับลดลงเป็น 24 บาท จากเดิมที่ 26 บาท ปัจจุบัน BJC ซื้อขายที่ P/E ปี 68 ที่ 15.7 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีที่ 1.75 SD และยังมีอัตรากำไร 22% เมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายใหม่ ฐานทางการเงินยังคงแข็งแกร่ง โดยคาดว่าอัตราหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ที่ 1.09 เท่าในปี 68 ซึ่งต่ำกว่า Covenant ที่ 2.0 เท่า เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ”

FYE Dec (THB m)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	154,672	157,727	157,614	163,344	168,908
EBITDA	20,651	22,359	22,593	23,449	24,241
Core net profit	4,710	4,615	5,018	5,333	5,702
Core EPS (THB)	1.18	1.15	1.25	1.33	1.42
Core EPS growth (%)	(5.2)	(2.0)	8.7	6.3	6.9
Net DPS (THB)	0.80	0.71	0.75	0.85	0.90
Core P/E (x)	21.3	20.2	15.7	14.7	13.8
P/BV (x)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
Net dividend yield (%)	3.2	3.0	3.8	4.3	4.6
ROAE (%)	4.0	3.3	4.0	4.3	4.5
ROAA (%)	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
EV/EBITDA (x)	12.1	10.7	10.0	9.6	9.2
Net gearing (%) (incl perps)	114.7	110.3	109.1	104.5	100.4
Consensus net profit	-	-	5,025	5,413	5,821
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(3.6)	(1.5)	(2.0)

Suttatip Peerasub
suttatip.p@maybank.com
(66) 2658 5000 ext 1430

BUY

Share Price	THB 19.60
12m Price Target	THB 24.00 (+22%)
Previous Price Target	THB 26.00

Company Description

BJC operates 4 businesses : packaging, consumer products, healthcare & technical products and modern retail. It has operations in CLMV.

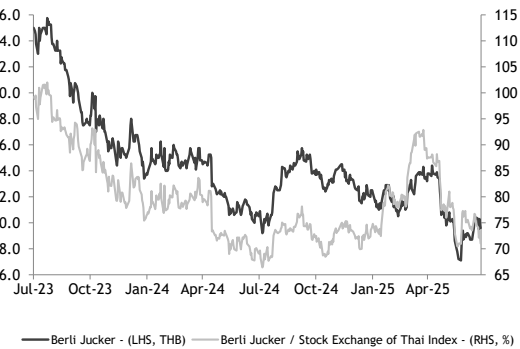
Statistics

52w high/low (THB)	25.75/17.10
3m avg turnover (USDm)	2.2
Free float (%)	25.0
Issued shares (m)	4,008
Market capitalisation	THB78.6B
	USD2.4B

Major shareholders:

TCC Corporation Company Limited	45.7%
TCC Holding (2519) Company Limited	29.3%
Social Security Office	4.1%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	5	(17)	(6)
Relative to index (%)	(7)	(21)	1

Source: FactSet

1. Expect 2Q25 earnings to drop 4% YoY

We anticipate 2Q25 earnings of THB1.15b (-6% YoY, +5% QoQ). Excluding FX gain and THB176m loss from the divestment of transmission line business Thai-Scandic Steel (TSS) in 1Q25, normalised earnings are expected to decline 4% YoY and 9% QoQ due to declining Big C performance.

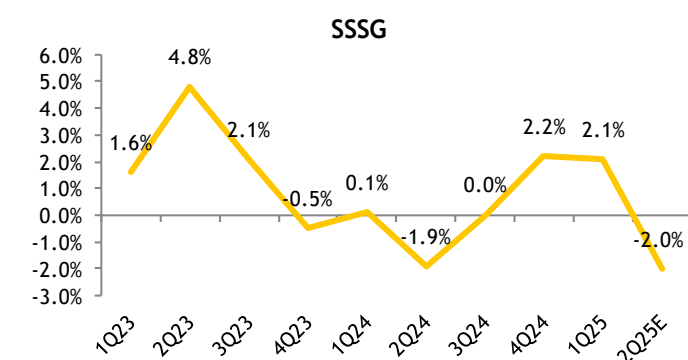
- 2Q25 SSSG is projected to turn to -2.0% from +2.1% in 1Q25 due to increased rainfall and lower temperatures, which hurt cooling products and beverage sales while the decline in tourist arrivals is likely to hurt sales at Big C tourist stores. Big C also cut its non-profitable B2B sales, in particular for alcohol and cigarettes.
- Packaging sales should fall 4% YoY on the back of declining aluminum can volume sales from a high base in 2Q24 with accelerated production before production line closure in 3Q24. Also, BJC's client - a well-known coffee producer - resumed orders in late May following the temporary disruption of production in 1Q25. Glass packaging is likely to see lower volume and falling prices due to declining raw material prices.
- We forecast consumer product sales to surge 4% YoY, thanks to robust growth in food sales while we expect healthcare and technical products sales to rise 7% YoY, underpinned by influenza vaccine sales.
- BJC's gross margin is expected to improve 18bps YoY to 20.5% in 2Q25, caused by wider margins for consumer and healthcare profits on declining raw material prices, improving cost efficiency and rising contribution from high-margin products.
- We project a 1H25 dividend of THB0.15/share, representing a half-year yield of 1%.

Fig 1: 2Q25 earnings preview for BJC

(THB m)	2Q24	1Q25	2Q25E	YoY	QoQ	1H24	1H25E	YoY	1H/2025E
Sales	39,739	38,500	39,561	(0%)	3%	78,372	78,061	(0%)	48%
Packaging	6,315	5,699	6,031	(4%)	6%	12,656	11,730	(7%)	45%
Consumer	5,279	5,666	5,513	4%	(3%)	10,814	11,179	3%	50%
Healthcare & Technical	2,401	2,121	2,565	7%	21%	4,519	4,686	4%	48%
BIGC	26,195	25,483	25,826	(1%)	1%	51,235	51,309	0%	48%
Other income	3,320	3,108	3,116	(6%)	0%	6,566	6,224	(5%)	46%
COG	31,679	30,659	31,464	(1%)	3%	62,603	62,123	(1%)	48%
Gross profit	8,060	7,841	8,097	0%	3%	15,770	15,938	1%	48%
SG&A	8,070	7,891	8,103	0%	3%	15,961	15,994	0%	48%
EBITDA	5,667	5,324	5,496	(3%)	3%	11,058	10,820	(2%)	46%
Interest expense	1,433	1,336	1,344	(6%)	1%	2,859	2,680	(6%)	47%
EBT	1,877	1,722	1,766	(6%)	3%	3,515	3,488	(1%)	43%
Income tax	416	433	407	(2%)	(6%)	1,443	840	(42%)	45%
Equity income	18	2	3	(81%)	63%	(27)	5	N.A.	N.A.
Normalised profit	1,203	1,259	1,150	(4%)	(9%)	2,207	2,408	9%	47%
Net profit	1,228	1,091	1,150	(6%)	5%	1,656	2,241	35%	43%
Net EPS (THB)	0.31	0.27	0.29	(6%)	5%	0.41	0.56	35%	43%
Gross margin (%)	20.3%	20.4%	20.5%			20.1%	20.4%		
SG&A/sales (%)	20.3%	20.5%	20.5%			20.4%	20.5%		
EBITDA margin (%)	13.2%	12.8%	12.9%			13.0%	12.8%		
Net margin (%)	2.9%	2.6%	2.7%			1.9%	2.7%		

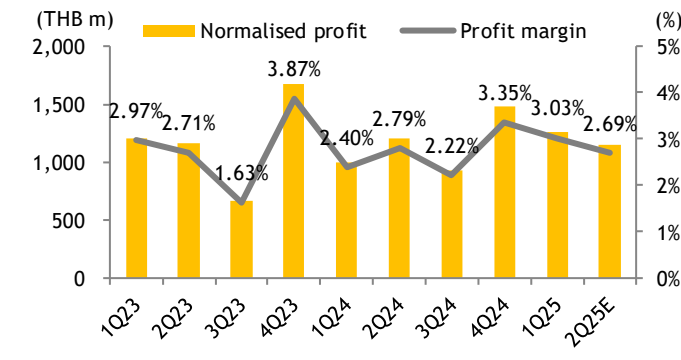
Source: Company, MST

Fig 2: SSSG turned negative in 2Q25E



Source: Company, MST

Fig 3: Softer profit and margins in 2Q25E



Source: Company, MST

2. Fine-tuning our earnings forecasts

We fine tune our FY25-26E forecasts, trimming core profit by 3%/4% to reflect a softer performance in the Big C and packaging businesses on weak consumption. We revise down sales by 3% both in FY25 and FY26, coupled with lower GPM and higher SG&A. Our Big C SSSG assumption in FY25 is adjusted to -1.0% from +2.0%. While the company plans to add 2 hypermarkets, 5 supermarkets and more than 200 Big C mini stores in 2025, together with a full renovation of 17 stores.

We now forecast packaging sales correction of 7% YoY, resulting from a high base, customer production disruption and lower selling prices along with falling raw material costs. Consumer product sales are likely to grow 6% YoY, supported by new product launches and solid food sales. We anticipate healthcare and technical product sales to remain flat YoY as strong healthcare sales should be offset by the divestment of TSS. Big C's sales are expected to maintain the same level as FY24 as negative SSSG should be compensated by store expansion.

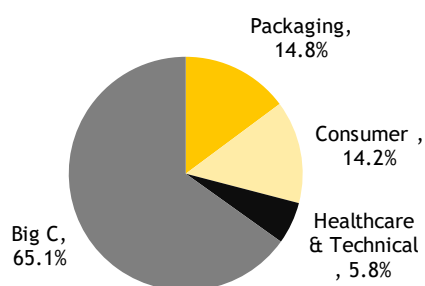
GPM is likely to widen 20bps YoY to 20.47% in FY25E, driven by the consumer product and healthcare segments on lower raw material costs and rising contributions from high-margin products. We forecast FY25 core profit of THB5.02b, up 9% YoY due to improving GPM and falling interest expense. Net profit should jump 21% YoY to THB4.84b, largely due to tax adjustment and loss from divestment of TSS.

Fig 4: Earnings revisions

(THB m)	New		Previous		% Revision	
	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
Sales	157,614	163,344	163,002	168,348	-3%	-3%
Gross margin	20.47%	20.70%	20.55%	20.71%	-8 bps	-1 bps
SG&A-to-sales	20.40%	20.40%	20.35%	20.30%	+5 bps	+10 bps
EBITDA	22,593	23,449	23,373	24,213	-3%	-3%
Normalised profit	5,018	5,333	5,162	5,583	-3%	-4%
Net profit	4,842	5,333	5,162	5,583	-6%	-4%
EPS (THB)	1.21	1.33	1.29	1.39	-6%	-4%

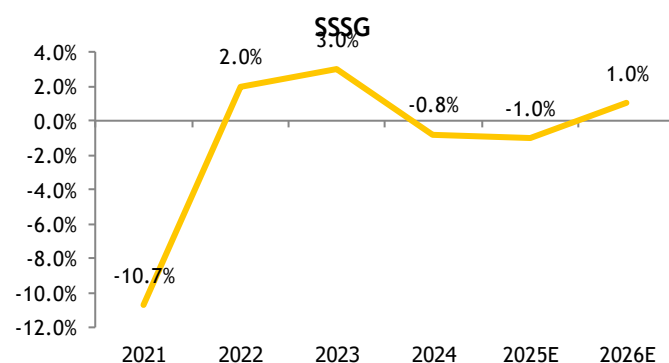
Source: Company, MST

Fig 5: Projected FY25 sales breakdown



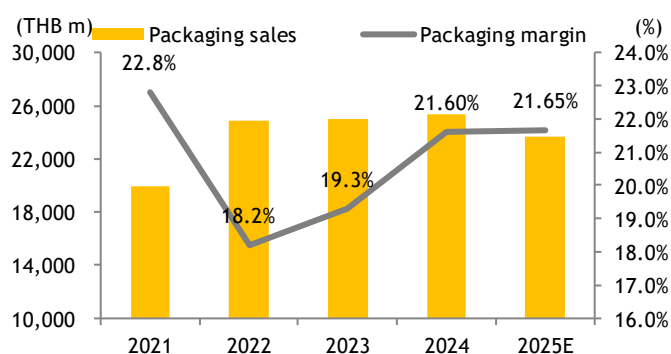
Source: Company, MST

Fig 6: Our Big C SSSGe cut to -1% from +2%



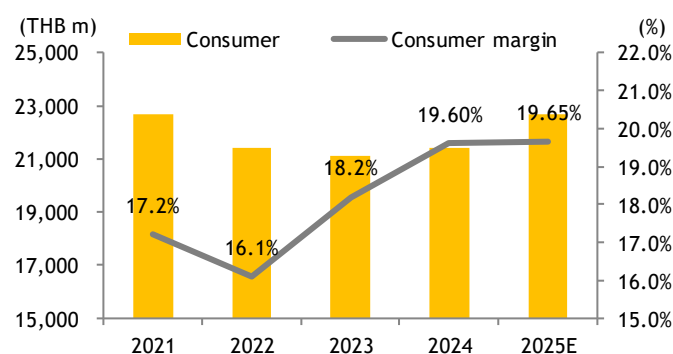
Source: Company, MST

Fig 7: Expect packaging sales to decline 7% YoY in FY25E



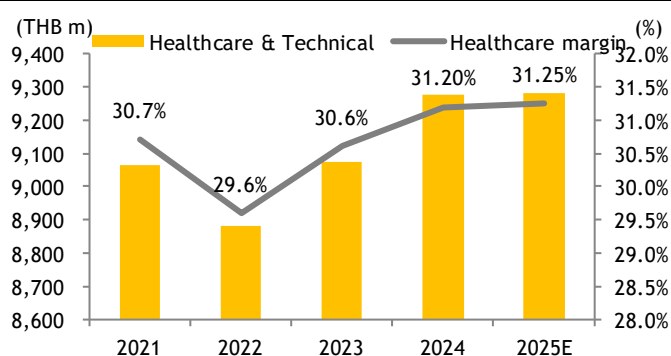
Source: Company, MST

Fig 8: Consumer product sales to rise 6% YoY in FY25E



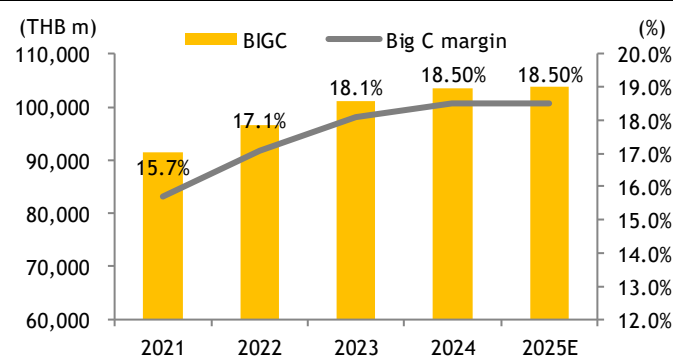
Source: Company, MST

Fig 9: Expect flat sales YoY on divestment of TSS



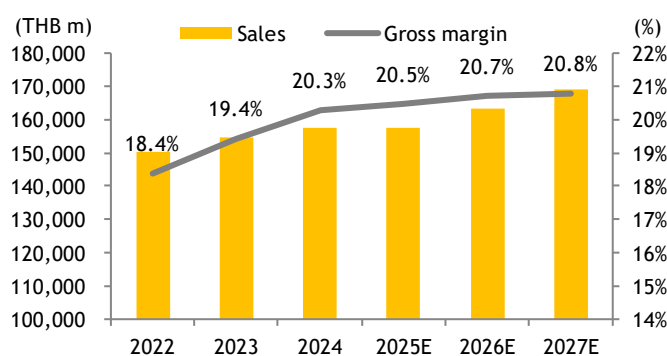
Source: Company, MST

Fig 10: Forecast sales flat YoY in FY25E on SSSG of -1%



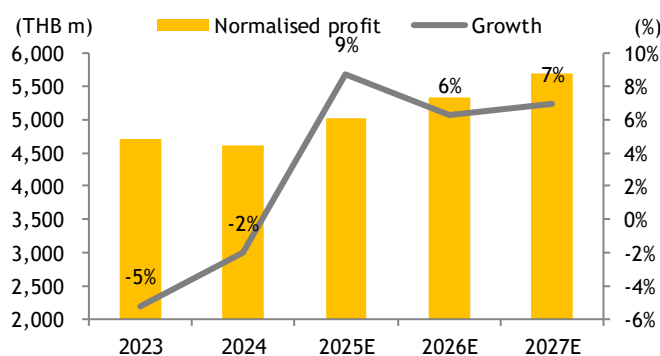
Source: Company, MST

Fig 11: Flat sales but improving GPM in FY25E



Source: Company, MST

Fig 12: Expect earnings growth of 9% YoY in FY25E

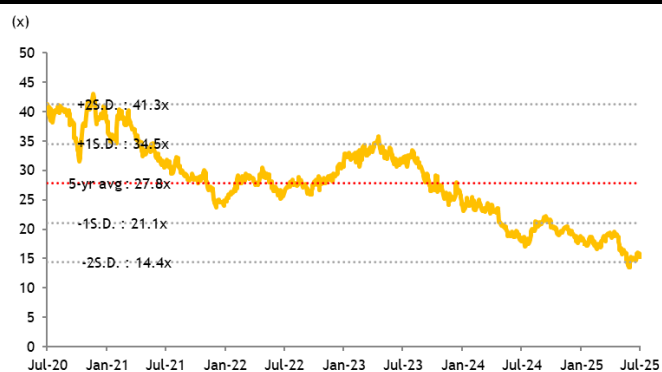


Source: Company, MST

3. Lower TP but maintain BUY rating

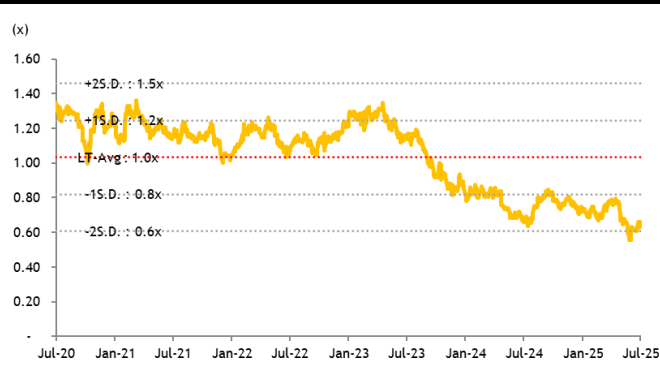
Following the earnings revision, our DCF-based TP (7.1% WACC, 1.5% growth) is lowered to THB24.0 from THB26.0. BJC is trading at 15.7x FY25E P/E, -1.75 SD its 5-year average, providing 22% upside to our new TP. We maintain a BUY rating on BJC.

Fig 13: Forward P/E



Source: Bloomberg

Fig 14: Forward P/BV

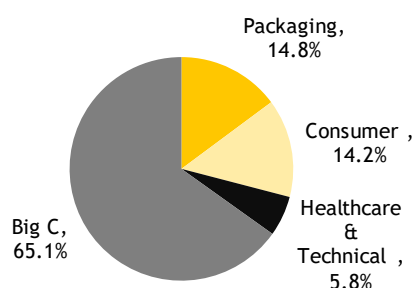


Source: Bloomberg

Value Proposition

- Integrated supply-chain across Southeast Asia in the following sectors: packaging, consumer, healthcare, technical, modern retail and retail management.
- Leading producer of glass bottles and aluminium cans in CLMV (Cambodia, Laos, Myanmar and Vietnam).
- Operated 155 hypermarkets, 70 supermarkets/wholesale, 1,616 mini Big C stores, 146 Pure pharmacy stores and 14 Big C Hong Kong in FY24. It also manages a rental area of more than 1.05m sqm.
- Growth opportunity lies overseas in both retail and wholesale businesses.
- A member of the TCC group, a leading beverage conglomerate with operations in Southeast Asia, and a large player in Thailand.

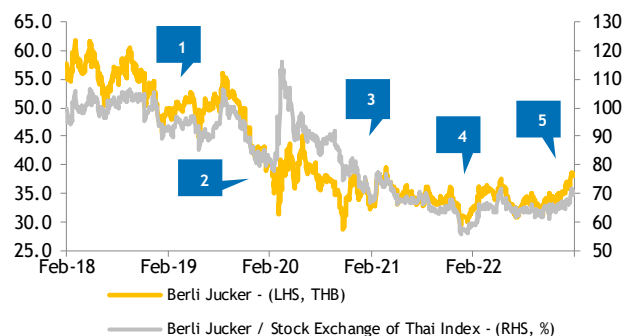
Sales breakdown in FY25E



Source: Company, MST

Price Drivers

Historical share price trend



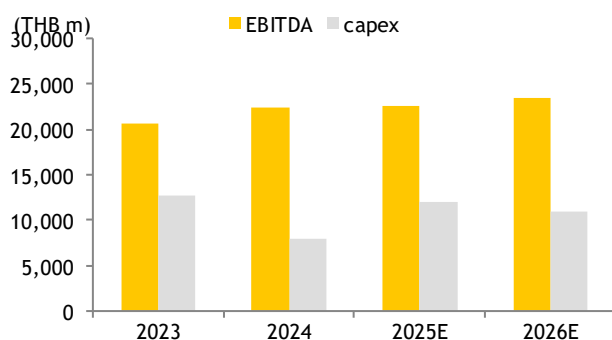
Source: Company, MST

- Pressure on packaging sales after customer Carabao Group started producing its own aluminium cans.
- Closed some sections in Big C stores during the lockdown as per government regulation.
- Concern on slow recovery of consumption.
- Pressure from cost inflation.
- Improving sentiment on the consumption recovery, more tourists and less pressure on energy & packaging costs.

Financial Metrics

- Net margin to improve to 2.8%/3.0% in FY25-26E from 2.3% in FY24.
- To generate healthy EBITDA of almost THB23b in FY25E, sufficient to support annual capex of THB10-15b.
- Net debt/EBITDA is high but forecast to fall to 6.5x in FY25E from 8.0x in FY21. Improved operating outlook is constructive to EBITDA and net debt/EBITDA ratio. On net D/E basis, we estimate 1.09x in FY25E, far below the debt covenant of 2.0x.

EBITDA sufficient for funding normal capex



Source: Company, MST

Swing Factors

Upside

- Higher-than-expected orders from existing customers or securing new customers.
- Significant decrease in costs.
- Successful overseas expansion or M&A, unlock value of Big C on the IPO.

Downside

- Rising energy and raw material costs.
- Losing key customers.
- Severe competitions.

Risk Rating & Score ¹	22.1 (Medium Risk)
Score Momentum ²	NA.
Last Updated	18 Oct 2024
Controversy Score ³ (Updated: 24 Jul 2025)	No Evidence of Controversies

Business Model & Industry Issues

- BJC is a conglomerate with a vertically integrated supply chain covering businesses from upstream, midstream and downstream namely packaging, consumer and healthcare products, coupled with retail business. The company is an energy-intensive and labour-intensive business.
- BJC’s business operates with the awareness of the value of natural resources and limited energy together with proactive strategies to reduce its environmental impact throughout the supply chain.
- Issues around human rights, fair labour practices, environmental protection and anti-corruption could all be risks to the company if its supply chain is not well managed.

Material E issues

- BJC’s 2020 renewable energy consumption increased 72% to 41,723 MWh (1.27% of total energy consumption) from 24,325 MWh in 2019 (0.78%). BJC targets renewable energy consumption to reach 50,000 MWh in 2025.
- In 2020, 37 Big C stores installed solar roofs, equivalent to 4.22% of current energy consumption, which translated to 20,174 metric tons of CO2 equivalent GHG emissions saved per year. Big C plans to install solar roofs to produce more than 100,000 MWh of electricity per year, completed in 2025.
- Food loss and waste generated from BJC’s activities and operations throughout the value chain declined by 33% from 14,927 metric tonnes in 2019 to 10,042 metric tonnes in 2020.
- BJC is committed to water consumption efficiency and the reuse of water from operation process. Total net fresh water consumption decreased 25% from 3,106,150 cubic meters in 2019 to 2,335,610 cubic meters in 2020.

Material S issues

- The procurement of agricultural raw materials must comply with the applicable laws, rules and regulations of the government, company policies, business ethics, and the code of business conduct.
- Sharing knowledge and helping business partners who are agriculturists to operate business with the company group and grow together sustainably.
- Big C has the “Big Brother, High Power” Project to support the employment for the elderly. In 2020, Big C employed 64 senior employees who are 60 years and older.
- Big C commits to hiring persons with disabilities to work in various departments and receive the same compensation and welfare benefits as normal permanent employees. In FY20, Big C employed 288 persons with disabilities.

Key G metrics and issues

- The Board of Directors consists of 16 members: three executive directors, 13 non-executive directors including eight independent directors, equivalent to 50% of all directors of the company. Three directors are female.
- In FY20, the remuneration for BJC’s directors, including directors’ remuneration and annual bonuses, totalled THB17.7m or 0.4% of FY20 core profit. The monetary remuneration of top executives was THB84.3m or 1.9% of core profit.
- BJC compensates its executives and employees and/or its subsidiaries by issuing and offering warrants to purchase the ordinary shares of the company (“Warrant”) under the BJC ESOP.
- The board ensures the company discloses key financial and non-financial information accurately, completely, in a timely manner, and transparently through easily accessed, fair, and credible channels to create confidence among investors, shareholders, and all stakeholders.
- In FY20, BJC and its subsidiaries engaged Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos Audit Co., Ltd. The company’s 22 subsidiaries that are dormant or have minor operations are audited by Fidelity Audit Co., Ltd.

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: 67)						
	Particulars	Unit	2022	2023	2024	CPALL TB (2024)
E	Scope 1 GHG emissions	tCO2e	663,455	625,035	580,320	437,291
	Scope 2 GHG emissions	tCO2e	611,620	617,131	644,573	1,654,757
	Total	tCO2e	1,275,075	1,242,166	1,224,893	2,092,048
	Scope 3 GHG emissions	tCO2e	6,836,591	7,734,745	7,529,482	17,405,691
	Total	tCO2e	8,111,666	8,976,911	8,754,375	19,497,739
	Scope 1 + 2 CO2 emission intensity	tCO2e/rev THB m	7.79	7.39	7.17	2.12
	Energy intensity	GJ/THB m	68.59	62.08	62.11	15.84
	Water withdrawal intensity	cu. M/rev	51.83	58.68	59.73	8.75
	RE as % of total energy consumed	%	1.86%	2.35%	3.87%	6.58%
	Waste diverted away from landfill	%	36.5%	34.1%	44.9%	NA
S	Food loss & Waste intensity	%	0.05%	0.04%	NA	0.10%
	% of recyclable plastic packaging	%	74.4%	72.0%	73.0%	97.0%
	% of women in workforce	%	59.6%	60.7%	60.3%	63.7%
	% of women in management roles	%	48.1%	56.4%	53.3%	60.3%
	Employee turnover rate	%	45.5%	28.0%	27.0%	40.1%
G	Average training hour	hours	123	125	126	29.50
	Lost time injury frequency rate	Index	1.79	2.12	2.07	1.25
	MD/CEO salary as % of net profit	%	1.8%	1.3%	1.4%	2.1%
G	Directors remuneration as % of net profit	%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
	Independent directors on board	%	35.3%	40.0%	38.5%	25.0%
	Women directors on board	%	23.5%	20.0%	23.1%	6.3%

Qualitative Parameters (Score: 100)

- a) Is there an ESG policy in place and is there a standalone ESG committee or is it part of the risk committee?
Yes. BJC has a board standalone "Sustainability Development Committee" that oversees the development of sustainable policies and guidelines, resources allocations, monitors performance, and integrating sustainability supported by a sub-committee of business leaders.
- b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?
Yes.
- c) Does the company follow TCFD framework for ESG reporting?
Yes.
- d) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions - which parameters are captured?
Yes. Scope 3 categories captured are Category 1: Purchased goods and services, Category 4 Upstream transportation and distribution, Category 9: Downstream transportation and distribution, and Category 13: Downstream leased assets.
- e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?
BJC actively works toward sustainability by enhancing energy efficiency and reducing reliance on non-renewable energy. For water management, TGI, CPC, and BJF implement an Aerobic Treatment System to ensure wastewater is treated before discharge, with continuous monitoring to meet industrial standards. Additionally, rigorous assessments verify compliance with regulations. In waste management, BJC Big C provides employee training and follows food loss and waste management guidelines to minimize environmental impact.
- f) Does buying/developing carbon credits/offsets form part of the company's strategy to achieve net zero/carbon neutrality?
Yes. The company is applying for T-VER (Thailand Voluntary Emission Reduction) certification for its "Planting Big Trees for Our House" reforestation project.

Target (Score: 100)

Particulars	Target	Achieved
Net Zero	by 2050	NA
Reduce Emission (Scope1 & 2) per revenue from base year (2032) by 15%	by 2032	NA
No net loss of biodiversity by 2032	by 2032	NA
Reduce 15% of water consumption by 2032 from base year (2021)	by 2032	NA
Zero-gross Deforestation by 2032	by 2032	NA
Reduce 15% of food waste per revenue from base year (2021)	by 2032	NA
Reduce 15% of packaging volume per revenue from base year (2021)	by 2032	NA
Impact		
NA		

Overall Score: 84

As per our ESG matrix, Berli Jucker (BJC TB) has an overall score of 84.

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	67	34
Qualitative	25%	100	25
Target	25%	100	25
Total			84

As per our ESG assessment, BJC has a well-established framework, internal policies, and tangible medium/long-term targets. The company needs to improve quantitative parameters on water withdrawal intensity and lost time injury frequency rate. In summary, BJC has outstanding overall ESG score of 84, well above average score. (average ESG rating = 50)

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	28.4	23.6	16.2	14.7	13.8
Core P/E (x)	21.3	20.2	15.7	14.7	13.8
P/BV (x)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
P/NTA (x)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
Net dividend yield (%)	3.2	3.0	3.8	4.3	4.6
FCF yield (%)	nm	1.9	nm	nm	nm
EV/EBITDA (x)	12.1	10.7	10.0	9.6	9.2
EV/EBIT (x)	21.5	18.4	17.3	16.4	15.7

INCOME STATEMENT (THB m)

Revenue	154,671.7	157,727.0	157,613.6	163,344.5	168,907.6
EBITDA	20,651.0	22,359.1	22,592.8	23,448.7	24,240.6
EBIT	11,666.7	12,970.2	13,087.4	13,670.5	14,187.6
Net interest income /(exp)	(5,337.7)	(5,669.3)	(5,397.2)	(5,547.6)	(5,672.8)
Associates & JV	(199.5)	(84.1)	(33.6)	(34.0)	(34.3)
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	6,129.5	7,216.8	7,656.6	8,088.9	8,480.5
Income tax	(503.0)	(2,271.9)	(1,768.8)	(1,868.3)	(1,873.3)
Minorities	(916.9)	(988.7)	(870.0)	(887.4)	(905.2)
Discontinued operations	85.0	45.2	(176.0)	0.0	0.0
Reported net profit	4,794.7	4,001.4	4,841.8	5,333.2	5,702.0
Core net profit	4,709.6	4,615.2	5,017.8	5,333.2	5,702.0

BALANCE SHEET (THB m)

Cash & Short Term Investments	4,856.7	5,143.9	5,000.3	5,072.1	5,036.2
Accounts receivable	9,587.7	10,058.9	10,668.4	10,812.5	10,474.5
Inventory	22,338.0	21,700.9	21,465.5	22,497.1	23,612.2
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	108,676.0	108,010.2	110,504.8	111,726.6	111,673.6
Intangible assets	160,563.1	160,608.7	160,608.7	160,608.7	160,608.7
Investment in Associates & JVs	2,740.8	2,596.7	2,563.1	2,529.1	2,494.8
Other assets	30,207.5	28,892.9	29,463.9	29,626.5	29,336.4
Total assets	338,969.8	337,012.2	340,274.8	342,872.8	343,236.4
ST interest bearing debt	35,735.5	31,923.8	33,310.1	44,471.1	45,910.2
Accounts payable	23,117.6	23,847.1	23,763.0	24,792.8	24,028.8
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	113,516.8	112,466.7	112,517.1	98,854.0	95,152.0
Other liabilities	40,705.0	42,572.0	41,616.0	42,472.0	42,662.0
Total Liabilities	213,074.3	210,809.9	211,206.5	210,590.1	207,753.4
Shareholders Equity	119,665.2	119,999.4	121,995.4	124,322.3	126,617.5
Minority Interest	6,230.3	6,202.9	7,072.9	7,960.4	8,865.6
Total shareholder equity	125,895.5	126,202.3	129,068.3	132,282.7	135,483.0
Total liabilities and equity	338,969.8	337,012.2	340,274.8	342,872.8	343,236.4

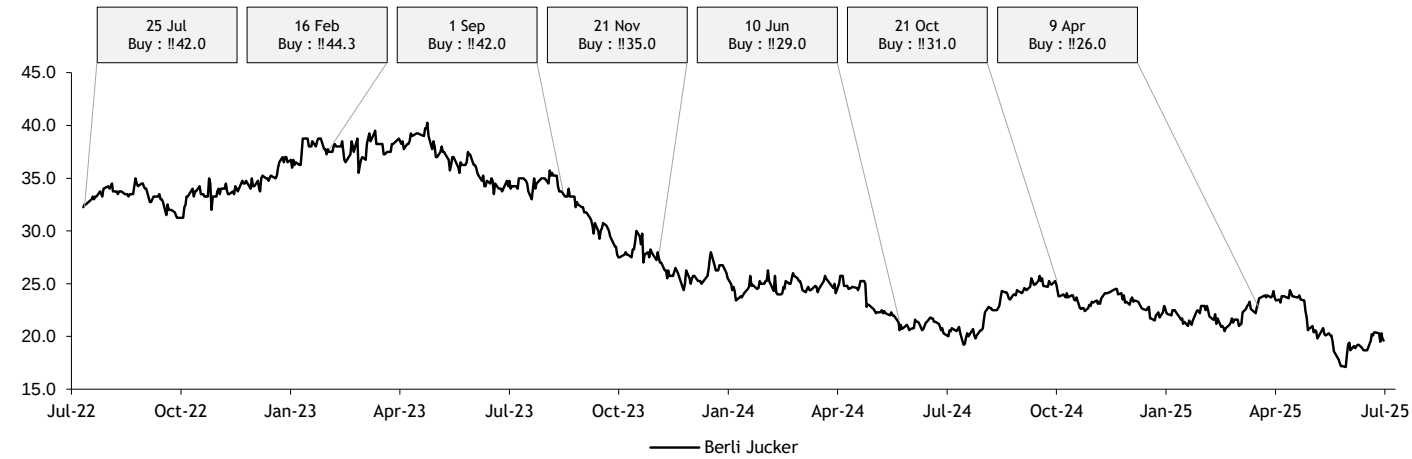
CASH FLOW (THB m)

Pretax profit	6,129.5	7,216.8	7,656.6	8,088.9	8,480.5
Depreciation & amortisation	8,984.3	9,388.9	9,505.4	9,778.2	10,053.0
Adj net interest (income)/exp	5,337.7	5,669.3	5,397.2	5,547.6	5,672.8
Change in working capital	1,544.5	1,610.1	(1,187.2)	148.3	(861.2)
Cash taxes paid	(503.0)	(2,271.9)	(1,768.8)	(1,868.3)	(1,873.3)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	10,795.1	9,657.1	7,828.9	9,817.8	9,219.5
Capex	(12,705.7)	(7,897.1)	(12,000.0)	(11,000.0)	(10,000.0)
Free cash flow	(1,910.7)	1,759.9	(4,171.1)	(1,182.2)	(780.5)
Dividends paid	(3,206.1)	(3,206.1)	(2,845.8)	(3,006.3)	(3,406.8)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	(55.5)	(4,861.7)	1,436.7	(2,502.1)	(2,262.9)
Other invest/financing cash flow	5,867.1	6,595.1	5,436.7	6,762.4	6,414.3
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	694.8	287.2	(143.6)	71.8	(35.9)

FYE 31 Dec	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	2.9	2.0	(0.1)	3.6	3.4
EBITDA growth	3.4	8.3	1.0	3.8	3.4
EBIT growth	6.4	11.2	0.9	4.5	3.8
Pretax growth	(1.1)	17.7	6.1	5.6	4.8
Reported net profit growth	(4.3)	(16.5)	21.0	10.1	6.9
Core net profit growth	(5.2)	(2.0)	8.7	6.3	6.9
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	13.4	14.2	14.3	14.4	14.4
EBIT margin	7.5	8.2	8.3	8.4	8.4
Pretax profit margin	4.0	4.6	4.9	5.0	5.0
Payout ratio	66.9	71.1	62.1	63.9	63.3
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	3.1	2.5	3.1	3.3	3.4
Revenue/Assets (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Assets/Equity (x)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7
ROAE (%)	4.0	3.3	4.0	4.3	4.5
ROAA (%)	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	21.2	18.2	17.3	17.3	19.0
Days receivable outstanding	22.4	22.4	23.7	23.7	22.7
Days inventory outstanding	67.5	63.0	62.0	61.1	62.0
Days payables outstanding	68.7	67.2	68.4	67.5	65.7
Dividend cover (x)	1.5	1.4	1.6	1.6	1.6
Current ratio (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7
Net gearing (%) (incl perps)	114.7	110.3	109.1	104.5	100.4
Net gearing (%) (excl. perps)	114.7	110.3	109.1	104.5	100.4
Net interest cover (x)	2.2	2.3	2.4	2.5	2.5
Debt/EBITDA (x)	7.2	6.5	6.5	6.1	5.8
Capex/revenue (%)	8.2	5.0	7.6	6.7	5.9
Net debt/ (net cash)	144,395.5	139,246.6	140,826.9	138,253.0	136,026.0

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: Berli Jucker (BJC 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 ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก 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

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

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Wedbush Securities Inc. ("Wedbush"), เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้อยู่ภายใต้ Wedbush ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ หาก Wedbush ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อจำกัดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจได้ว่า Wedbush ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกจำกัดความเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดอกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้นทั้งนี้บริษัทฯ 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 หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชธนกิจ, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 29 กรกฎาคม 2568, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

ฮ่องกง: ณ วันที่ 29 กรกฎาคม 2568, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

อินเดีย: ณ วันที่ 29 กรกฎาคม 2568 และ ณ วันสิ้นเดือนก่อนวันที่ตีพิมพ์วิเคราะห์ฉบับนี้ MIBSI นักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง / ญาติไม่มีส่วนได้เสียทางการเงินหรือเป็นเจ้าของที่แท้จริงหรือเป็นผู้มีส่วนได้เสียในหุ้นใด ๆ หรือมีผลประโยชน์ทับซ้อนในบริษัทอื่นๆ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ในช่วงสิบสองเดือนที่ผ่านมา MIBSI และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องไม่ได้รับคำตอบแทนหรือผลประโยชน์อื่นใดจากบริษัทที่กล่าวถึงในบทวิเคราะห์หรือบุคคลที่สามที่เกี่ยวข้องกับบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

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

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

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

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2024

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

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

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

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2567 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

หมายเหตุ * บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อขัดข้องในการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-Corruption Progress Indicator 2024

ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC									
ACE	B52	EVER	IP	M-CHAI	PRI	SFT	SOLAR	TQM	WP
ALT	BKIH	FLOYD	IT	MEDEZE	PRIME	SHR	SONIC	UOBKH	
AMARIN	BPS	GFC	J	MJD	PROEN	SINGER	SUPER	UREKA	
AMC	CHASE	GREEN	JDF	MOSHI	PROUD	SINO	TBN	VL	
ANI	CHG	HL	KJL	NEX	PTC	SJWD	TMI	VNG	
APCO	DITTO	HUMAN	LDC	NTSC	S	SKE	TPAC	WELL	
ASAP	ECL	IDL	LIT	PLE	SCAP	SNNP	TPP	WIN	
ได้รับการรับรอง CAC									
2S	BGC	DCC	HARN	L&E	OR	PTT	SGC	TFG	TSTH
AAI	BGRIM	DELTA	HEMP	LANNA	ORI	PTTEP	SGP	TFI	TTB
ADB	BLA	DEMCO	HENG	LH	OSP	PTTGC	SIRI	TFMAMA	TTCL
ADVANC	BPP	DEXON	HMPRO	LHFG	PAP	PYLON	SIS	TGE	TU
AE	BRI	DIMET	HTC	LHK	PATO	Q-CON	SITHAI	TGH	TURTLE
AF	BROOK	DMT	ICC	LPN	PB	QH	SKR	THANI	TVDH
AH	BRR	DOHOME	ICHI	LRH	PCSGH	QLT	SM	THCOM	TVO
AI	BSBM	DRT	ICN	M	PDG	QTC	SMIT	THIP	TWPC
AIE	BTG	DUSIT	IFS	MAJOR	PDJ	RABBIT	SMPG	THRE	UBE
AIRA	BTS	EA	III	MALEE	PG	RATCH	SNC	THREL	UBIS
AJ	BWG	EASTW	ILINK	MATCH	PHOL	RBF	SNP	TIDLOR	UEC
AKP	CAZ	ECF	ILM	MBAX	PIMO	RML	SORKON	TIPCO	UKEM
AMA	CBG	EGCO	INET	MBK	PK	RS	SPACK	TIPH	UPF
AMANAHA	CEN	EP	INOX	MC	PL	RWI	SPALI	TISCO	UV
AMATA	CENTEL	EPG	INSURE	MCOT	PLANB	S&J	SPC	TKN	VCOM
AMATAV	CFRESH	ERW	INTUCH	MEGA	PLANET	SA	SPI	TKS	VGI
AP	CGH	ETC	IRPC	MENA	PLAT	SAAM	SPRC	TKT	VBHA
APCS	CHEWA	ETE	ITC	META	PLUS	SABINA	SRICHA	TMD	VIH
AS	CHOTI	FNS	ITEL	MFC	PM	SAK	SSF	TMILL	WACOAL
ASIAN	CHOW	FPI	IVL	MFEC	PPP	SAPPE	SSP	TMT	WHA
ASK	CI	FPT	JAS	MINT	PPPM	SAT	SSSC	TNITY	WHAUP
ASP	CIG	FSMART	JMART	MODERN	PPS	SC	SST	TNL	WICE
ASW	CIMBT	FSX	JR	MONO	PQS	SCB	STA	TNP	WIJK
AWC	CM	FTE	JTS	MOONG	PR9	SCC	STGT	TNR	WPH
AYUD	CMC	GBX	K	MSC	PREB	SCCC	STOWER	TOG	XO
B	COM7	GC	KASET	MTC	PRG	SCG	SUSCO	TOP	YUASA
BAFS	CPALL	GCAP	KBANK	MTI	PRINC	SCGD	SVI	TOPP	ZEN
BANPU	CPAXT	GEL	KCAR	NATION	PRM	SCGP	SVOA	TPA	ZIGA
BAY	CPF	GFPT	KCC	NCAP	PROS	SCM	SVT	TPCS	BAM
BBGI	CPI	GGC	KCE	NEP	PRTR	SCN	SYMC	TPLAS	BE8
BBL	CPL	GLOBAL	KGEN	NER	PSH	SEAOL	SYNTEC	TRT	
BCH	CPN	GPI	KGI	NKI	PSL	SE-ED	TAE	TRU	
BCP	CPW	GPSC	KKP	NOBLE	PSTC	SELIC	TAKUNI	TRUE	
BCPG	CRG	GULF	KSL	NRF	PT	SENA	TASCO	TSC	
BEC	CSC	GUNKUL	KTG	OCC	PTECH	SENX	TCAP	TSI	
BEYOND	CV	HANA	KTC	OGC	PTG	SFLEX	TEGH	TSTE	
N/A									
3K-BAT	BDMS	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
A	BEAUTY	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
AAV	BEM	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACC	BH	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
ACG	BIG	CSP	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AEONTS	BIOTEC	CSR	GVREIT	LHPF	NNCL	QHPF	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	BTSIGIF	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WFX
AMATAR	BUI	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WGE
AMR	B-WORK	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WHABT
ANAN	CCET	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHAIR
AOT	CCP	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STECON	TPBI	WHART
APCO	CGD	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TIPL	WORK
APEX	CH	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TIPIP	WORLD
APURE	CHARAN	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	
AQ	CHAYO	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	
ASAP	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	
ASEFA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIA	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
ASIMAR	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
AURA	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
B52	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFCO	SYNEX	TSR	
BA	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BAREIT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	
BCT	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT	

Source : Thai Institute of Directors

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

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC