

# TRUE Corp (TRUE TB)

## U/G เป็น “ซื้อ” หลังรวม synergy ใน ประมาณการมากขึ้น

### เพิ่มประมาณการ EBITDA ทำให้ราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น 5.54 บาท

ในงาน Thai Corporate Day ที่ทาง Maybank จัดขึ้นระหว่างวันที่ 2-3 ก.พ. ที่ผ่านมา นายอนุชิต เซห์กัล CFO ของ DTAC ได้เปิดเผยแนวทางการสร้างมูลค่า synergy ของบริษัทใหม่ที่เป็นไปได้ 5 ข้อ ซึ่งเขาเชื่อว่าการสร้างมูลค่าจากการทำงานร่วมกันและการประหยัดต่อขนาดจะส่งผลให้ EBITDA margin เพิ่มขึ้นและค่าใช้จ่ายด้านการลงทุนโครงข่ายลดลง เราเพิ่มประมาณการ EBITDA margin ขึ้น 0.6-1.7% pt สำหรับปี 67-72 ทำให้ราคาเป้าหมายของ TRUE หลังการควบรวมกิจการเพิ่มขึ้น 5.54 บาท พร้อมเพิ่มคำแนะนำจาก “ถือ” เป็น “ซื้อ” เราเชื่อว่าการประกาศแผนธุรกิจ และแนวโน้ม synergy ในเดือนมี.ค. หรือ เม.ย. จะเป็นปัจจัยบวกหนุนราคาหุ้นได้

### การควบรวมกิจการส่งผลดีต่อต้นทุน 4 ข้อ และรายได้ 1 ข้อ

CFO ของ DTAC เผยถึง 4 แหล่งที่มาของการประหยัดต้นทุนจากการควบรวมกิจการ อันได้แก่ 1) จำนวนสถานีเครือข่ายลดลง 2) การลดจำนวนร้านค้า และค่าใช้จ่ายทางการตลาดที่ทับซ้อน 3) การรวมระบบไอทีหลังบ้านเข้าด้วยกัน 4) ราคาอุปกรณ์เครือข่ายที่ถูกกลง ในส่วนของรายได้นั้น บริษัทใหม่สามารถนำเสนอสิ่งที่ไม่ใช่บริการมือถือของ TRUE ให้กับลูกค้าของ DTAC ได้

### บริษัทตั้งเป้าเพิ่ม EBITDA margin และลดงบลงทุน

เราคาดว่าภาระประหยัดต้นทุนจากการควบรวมกิจการ 3 รายการแรก (สถานีเครือข่าย ด้านการค้า และระบบไอที) จะช่วยเพิ่มอัตรากำไร EBITDA ได้ ในขณะที่อัตราการจัดซื้อจัดจ้างที่ถูกกลงจะช่วยให้ประหยัดการลงทุนในเครือข่าย โดยนายอนุชิตเชื่อว่า EBITDA margin ของบริษัทใหม่จะเพิ่มขึ้นแตะระดับของ ADVANC ในที่สุด (ค่าเฉลี่ยปี 63-65 อยู่ที่ 49.9%) นอกจากนี้ เขายังคาดว่าบริษัทใหม่จะลดงบประมาณการลงทุนลงเหลือเท่ากับของ ADVANC (อัตราส่วนการลงทุนเครือข่ายต่อรายได้จากการบริการเฉลี่ย 3 ปีอยู่ที่ 21.3%)

### เพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ” ราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น 5.54 บาท

เราเพิ่มประมาณการอัตรากำไร EBITDA ขึ้น 0.6-1.7% pt สำหรับปี 67-72 หลังจากตัดต้นทุนบริการไม่รวม IC ลงปีละ 4-9% เพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายการดำเนินการด้านเครือข่าย (network opex) ที่ลดลง เราคาดว่า EBITDA margin ของบริษัทใหม่จะเพิ่มขึ้นจาก 42.1% ในปี 66 เป็น 49.5% ในปี 72 ซึ่งการปรับประมาณการ EBITDA เพิ่มขึ้นปีละ 2-4% ส่งผลให้ราคาเป้าหมายของเราเพิ่มขึ้นจาก 5.32 บาทเป็น 5.54 บาท อ้างอิงจากมูลค่ายุติธรรมของบริษัทใหม่ที่ 9.23 บาท/หุ้น ราคาเป้าหมายใหม่ที่ให้อัปเดต 15% จากราคาตลาด ทำให้เราปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ TRUE เป็น “ซื้อ” จาก “ถือ”

FYE Dec (THB m)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenue	138,213	143,655	137,507	221,586	226,910
EBITDA	52,654	57,760	56,303	93,422	98,463
Core net profit	(3,132)	(2,967)	(9,744)	3,767	5,832
Core EPS (THB)	(0.09)	(0.09)	(0.29)	0.07	0.10
Core EPS growth (%)	nm	nm	nm	nm	54.8
Net DPS (THB)	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
Core P/E (x)	nm	nm	nm	74.0	47.8
P/BV (x)	1.3	2.0	2.3	25.9	22.6
Net dividend yield (%)	2.0	1.5	1.4	1.4	1.4
ROAE (%)	1.0	(1.7)	(10.8)	(0.8)	13.9
ROAA (%)	(0.5)	(0.5)	(1.6)	0.6	0.9
EV/EBITDA (x)	7.9	8.5	9.0	6.8	6.5
Net gearing (%) (incl perps)	232.0	287.9	364.5	nm	nm
Consensus net profit	-	-	(5,660)	(1,589)	(257)
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(44.7)	79.0	722.8

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

# BUY

[Prior:HOLD]

Share Price THB 4.84  
12m Price Target THB 5.54 (+16%)  
Previous Price Target THB 5.32

### Company Description

TRUE is Thailand's No.2 mobile operator (32.2m subscribers) with 31.5% mobile revenue market share in 2021. It also runs FBB and pay-TV businesses.

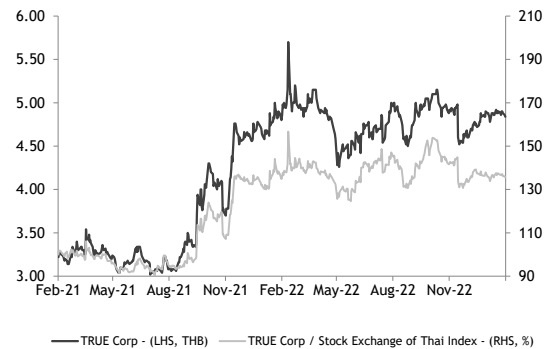
### Statistics

52w high/low (THB)	5.70/4.26
3m avg turnover (USDm)	7.9
Free float (%)	73.6
Issued shares (m)	33,368
Market capitalisation	THB161.5B USD4.8B

### Major shareholders:

China Mobile International Holdings	13.5%
CP Group	13.3%
UBS AG Hong Kong branch	9.0%

### Price Performance



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

Source: FactSet

### Terms defined

New Co - the merged company of TRUE and DTAC.  
IC - interconnection charges.  
NT - National Telecom.

### Other listed stocks mentioned

DTAC - Total Access Communication (DTAC TB, CP THB49.00, BUY, TP THB54.35).  
ADVANC - Advanced Info Service (ADVANC TB, CP THB196.5, BUY, TP THB240.0).

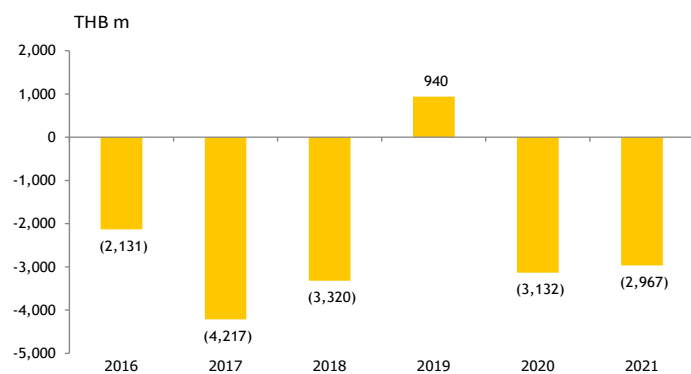
ESG@MAYBANK IBG

Tear Sheet Insert

## Value Proposition

- From fixed-line operator under BTO to cable-TV, 2G under concession, then 3G/4G under licensing, TRUE now offers an array of telecom services. Its 5G service was launched in Oct 2020 to help lift postpaid ARPU.
- Like other operators, TRUE is trying to move subscribers to smartphones & higher spectrums and offer bundled services.
- No. 2 mobile operator, with 31.5% mobile revenue market share.
- Having generated core net losses in five out of the past six years (FY16-21), TRUE hopes that merging with DTAC (pending regulatory approvals) could help it return to the black.

### Core net profit/(loss)

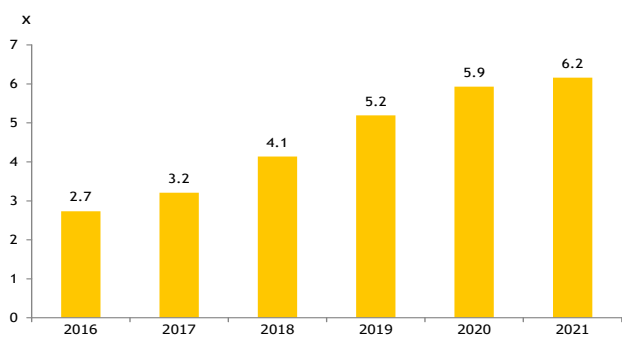


Source: Company

## Financial Metrics

- After raising THB65b in 2014, TRUE again raised THB60b in 2015 to lighten its B/S as it assumed obligations of THB110b for 4G licences payable during FY15-2019.
- Overhead costs, content costs and heavy network capex still weigh on profitability and its balance sheet.
- Failure to accumulate cash means elevated debt or risk of cash call. Negative FCF is still an issue for TRUE, although it is an annual objective to turn this to positive.

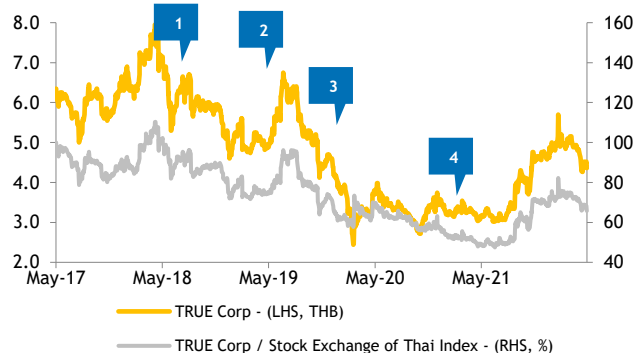
### Net-debt-to-EBITDA ratio (pre-TFRS16 accounting)



Source: Company

## Price Drivers

### Historical share price trend



Source: Company, Maybank IBG Research

- TRUE's gains in mobile revenue market share began to stall as the company started reducing its handset subsidies.
- 1H19 was a period of easing mobile competition and healthy QoQ mobile revenue growth for the industry.
- Low-end fixed-speed unlimited data plans in the prepaid market started emerging in 3Q-4Q19 causing ARPU and revenue to suffer.
- Covid-19 outbreak and intense competition kept share price low.
- In Nov 2021, TRUE and DTAC officially announced that they were planning to merge.

## Swing Factors

### Upside

- Sooner-than-expected synergies from merging with DTAC.
- Easing mobile competition.

### Downside

- Recession.
- Slower-than-expected recovery in tourist arrivals in 2H22.
- Merger delays or cancellation.

Risk Rating & Score <sup>1</sup>	26.6 Medium Risk
Score Momentum <sup>2</sup>	0.0
Last Updated	15 Aug 2022
Controversy Score <sup>3</sup> (Updated: 15 Aug 2022)	Category 1 - Low

## Business Model & Industry Issues

- TRUE's main performance goal is to start generating annual core net profit sustainably, and some of its cost-cutting initiatives are aligned with ESG goals (i.e. reduction in electricity consumption electricity).
- TRUE is internationally recognised as an environmentally friendly company thanks to its inclusion in several indices, including FTSE4Good Index and Emerging Market Index under Dow Jones Sustainability Indices (DJSI).
- In order to control costs, the company is also putting more pressure on employees to raise productivity. Employee satisfaction rating fell from 76% in 2017 to 64% in 2018. The company stopped reporting employee satisfaction rating in 2019.
- TRUE's key strengths lie in solving environmental issues while there could be some risks on the employee and litigation fronts.

### Material E issues

- TRUE was a member of sustainability index FTSE4Good Index for five years in a row from 2017 to 2021. It is also the first and only Thai telecom company in the Emerging Market Index of Dow Jones Sustainability Indices.
- TRUE has won Sustainability Investment award from the Stock Exchange of Thailand for four consecutive years from 2018 to 2021.
- TRUE's GHG emission intensity had FY17-20 CAGR of 10%, but the annual emission intensity had remained below its targeted ceiling of 3.5-3.7 tonCO<sub>2</sub>e per THB1m of service revenue. Then, the GHG emission intensity dropped from 3.44 tonCO<sub>2</sub>e per THB1m of revenue in 2020 to 2.8 tonCO<sub>2</sub>e per THB1m of revenue in 2021 thanks to work-from-home policy (lower office leases) and installations of solar panels on more base station sites.

### Material S issues

- TRUE has strong network quality with 98% population coverage for its 4G network and average Internet download speed of 15.6mbps (vs ADVANC's 18.1mbps and DTAC's 10.2mbps), according to Opensignal's survey in Nov 2021.
- TRUE's 5G network covered 60% of Thai population at end-2021. It is targeting 80-90% population coverage by end-2022.
- In 2018, TRUE's employee satisfaction rating fell to 64% from 76% in 2017. The lower score was likely due to the company's recurring net losses, which could have forced the operator to push its employees harder to raise productivity.
- In 2019, TRUE stopped reporting employee engagement and employee satisfaction ratings separately and bundled the two into "overall employee satisfaction and engagement score", which has stayed around 70% over the past four years.

### Key G metrics and issues

- The 15-member board of directors in 2021 had only one woman. Of its 19 executive committee members two women.
- TRUE has Employee Joint Investment Programme (EJIP) and phase one was rolled out 1 January 2017-31 December 2020. For executives to be eligible to the programme they must be working with TRUE for no less than three years. Maximum employee contribution is 3-5% on a monthly basis and TRUE will match the amount equivalent to 3-10% of monthly salary depending on the rank. In 2019, 11 executives joined the programme and TRUE made an aggregate contribution of THB13.76m. EJIP phase 2 has been launched covering three years 2020-2022. The terms are similar to EJIP Phase 1.
- Pricewaterhouse Coopers ABAS has been the company's auditor for the past five years. In 2021 the audit fee was THB28.33m.
- Like other operators, TRUE has several legal disputes pending from the concessionary era covering 1990-2018. Losing any of the cases could have a negative impact on the enterprise.
- All electronic devices (mobile phones and tablets covering leading & house brands) sold at True Shops are certified for their quality and safety according to standards set by the NBTC.

<sup>1</sup>**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. <sup>2</sup>**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. <sup>3</sup>**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: 44)						
	Particulars	Unit	2019	2020	2021	ADVANC TB (2021)
E	Scope 1	m tCO2e	17,199.48	13,768.00	10,566.00	8,931
	Scope 2	m tCO2e	435,418.52	403,740.00	326,623.00	636,390
	<b>Total</b>	<b>m tCO2e</b>	<b>452,618</b>	<b>417,508</b>	<b>337,189</b>	<b>645,321</b>
	Scope 3	m tCO2e	6,213	580	370	NA
	<b>Total</b>	<b>m tCO2e</b>	<b>458,831</b>	<b>418,088</b>	<b>337,559</b>	<b>NA</b>
	Scope 1 & 2 emission intensity	tCO2e/THB m revenue	3.22	3.44	2.80	NA
	Green energy share of usage	%	0.1%	2.0%	2.8%	1.6%
	Power usage effectiveness (PUE) at data centres	%	NA	NA	NA	1.51
	% of waste reused, recycled, or sold	%	25.6%	12.7%	12.8%	80.3%
	Green building certified	m sqft	NA	NA	NA	0.23
S	% of women in workforce	%	53.5%	54.3%	60.4%	60.5%
	% of women in management roles	%	46.5%	46.6%	46.8%	50.1%
	Average training hours per employee	number	20.7	24.7	37.7	32.0
	Number of data breach, leak, theft	number	0	0	0	0.0
G	Top 8 employees' compensation as % of EBIT	%	1.8%	1.5%	1.2%	NA
	Directors' payout as % of EBIT	%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
	Independent directors on board	%	38%	38%	31%	36.4%
	Women directors on board	%	6.3%	6.3%	6.3%	18.2%
	Dividend payment as % of EBIT	%	42.3%	21.9%	18.8%	NA

#### Qualitative Parameters (Score: 83)

- a) Is there an ESG policy in place and whether there is a standalone ESG committee or is it part of a risk committee?  
*Yes, TRUE has an ESG framework and Sustainability Goals 2030. The Corporate Governance Committee (board level) has supervised sustainability at TRUE.*
- b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?  
*Yes, TRUE has set executives' KPIs and salary that align with the Sustainability Goals 2030.*
- c) Does the company follow the task force of climate related disclosures (TCFD) framework for ESG reporting?  
*Yes*
- e) Has the company been involved in controversies which have impacted their management/stock price performance?  
*Yes, On 28 Oct 2005, TOT filed an arbitration claim against TRUE, claiming that the latter was in breach of revenue sharing agreement (ADSL). On 4 Sep 2018, TRUE lost the legal case and was ordered to pay THB76.2b (excluding interests); as a result, the share price dropped by 10.7% during 5-6 Sep 2018. The company appealed the Arbitration Institute's order at the Central Admin Court and won the case on 29 Dec 2020 (share price rose by 9.4% on 28-29 Dec 2020). Currently, the case is at the Supreme Admin Court.*
- f) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?  
*2030 targets are: i) becoming carbon neutral; ii) 20% decrease in water consumption per revenue; and iii) zero e-waste to landfill.*
- g) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?

#### Target (Score: 100)

Particulars	Target	Achieved
Carbon-neutral (zero carbon emission of TRUE's operation scope 1 and 2) by 2030 (unit: m tCO2e)	0	337,189
Reduce Scope 1 and 2 GHG emission by 1% in 2021, compared to 2020 level	1.0%	19.0%
Reduce water consumption per revenue by 2%, compared to 2020 level	2.0%	36%
Zero landfill e-waste in 2021	0.0%	0.0%
Make 10% of the packaging recyclable or biodegradable in 2021	10.0%	90.0%
Achieve an average of 29 hours of training per employee in 2021	29.0	37.7
100% of employees receive sustainability training in 2021	100.0%	100%

#### Impact

NA

#### Overall Score: 68

As per our ESG matrix, True Corporation (TRUE TB) has overall score of 68.

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	44	22
Qualitative	25%	83	21
Target	25%	100	25
<b>Total</b>			<b>68</b>

As per our ESG assessment, TRUE has an established framework, internal policies, and tangible mid/long-term targets, but it has some challenges on the litigation side. TRUE's overall ESG score is 68, which makes its ESG rating above average in our view (average ESG rating = 50).

# 1. Four cost synergies and revenue synergy

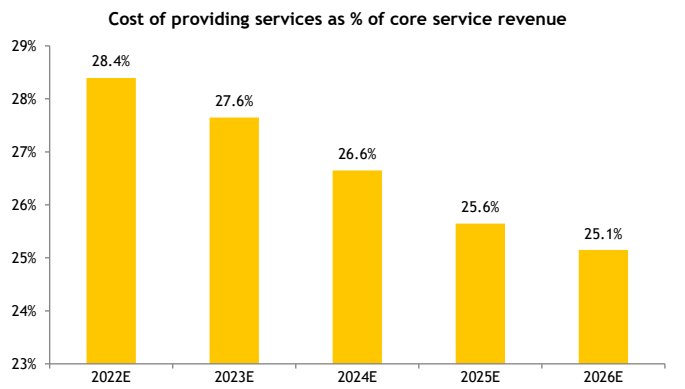
## 1.1 Cost-saving opportunities for cash-based opex and capex

DTAC CFO Nakul Sehgal mentioned four possible sources of cost synergies for the New Co, including i) reduction of network sites, ii) elimination of overlapping retail footprints and marketing budgets, iii) consolidation of backend IT systems, iv) cheaper prices of network equipment.

### Reduction of network sites

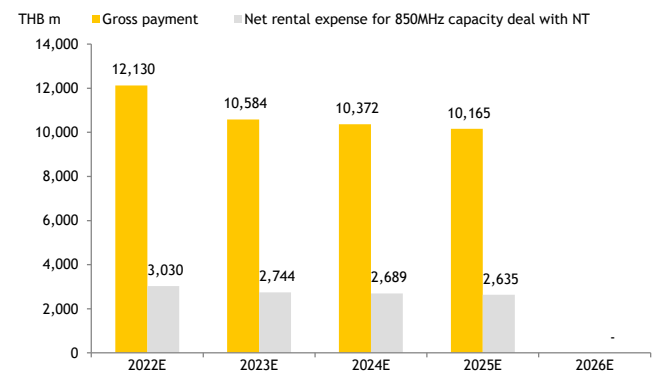
Mr. Nakul stated that telecom operators around the globe commonly implement 30-35% reductions in network sites after they merge. As a result, we forecast the New Co's cost of providing services (excluding IC and 850MHz network capacity deal) as a percentage of core service revenue to drop from 28.4% in FY22E to 25.1% in FY26E.

**Fig 1: We forecast New Co's cost of services (excluding IC and 850MHz network capacity deal) to drop from 28.4% of service revenue in FY22E to 25.1% of service revenue in FY26E**



Source: Company, MST

**Fig 2: We expect the New Co to stop renting 850MHz network capacity from the NT by the end of FY25E**



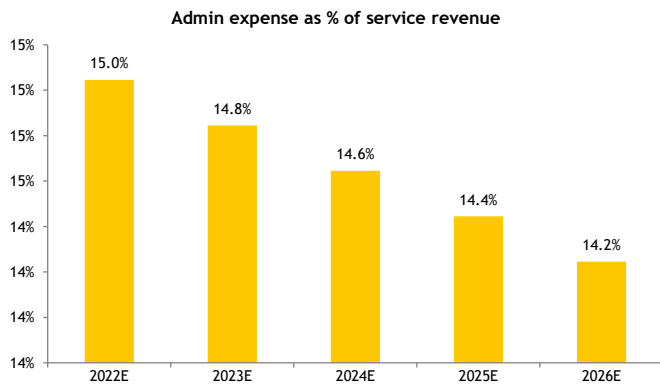
Source: Company, MST

### Elimination of overlapping retail footprints and marketing budgets

On the commercial side, TRUE's and DTAC's retail shops are present in every mall, so the New Co may decide to close some shops, resulting in lower rental expenses. We forecast the New Co's admin expense to drop from 15.0% of service revenue in FY22E to 14.2% in FY26E.

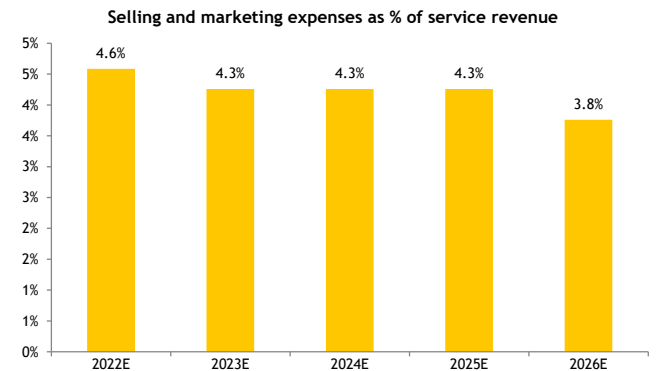
Marketing budget can also be reduced as True Move H (TRUE's mobile brand) and dtac (DTAC's mobile brand) will no longer compete against each other. We believe the opex related to retail footprints and marketing can be reduced even further once New Co is allowed to consolidate mobile brands in early 2026. We forecast the New Co's selling and marketing expenses to drop by 8.4% from THB7.3b in FY22E (4.6% of service revenue) to THB6.7b in FY26E (3.8% of service revenue).

**Fig 3: We forecast New Co's admin expense to drop from 15.0% of revenue in FY22E to 14.2% of revenue in FY26E**



Source: Company, MST

**Fig 4: We forecast New Co's selling and marketing expenses to drop from 4.6% of revenue in FY22E to 3.8% of revenue in FY26E**

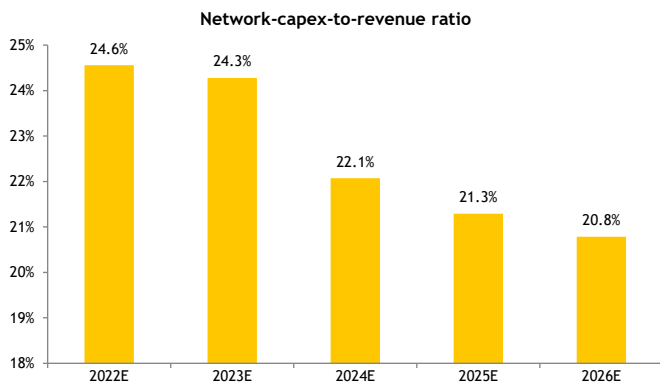


Source: Company, MST

### Cheaper network equipment

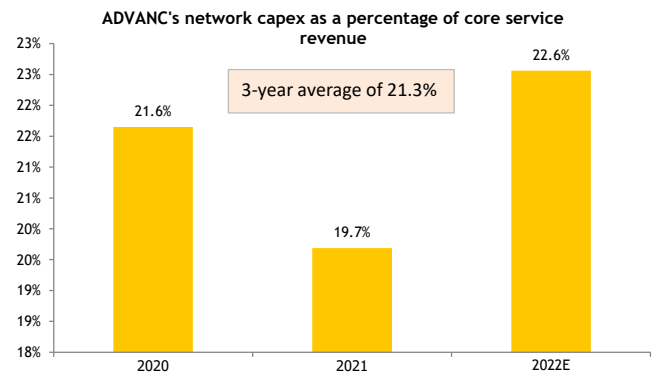
Larger purchases of network equipment (due to larger customer base) and Telenor's global network of procurement should lead to cheaper unit costs for the New Co when buying new equipment. The lower prices and the fact that TRUE and DTAC will not need to invest in duplicate network sites should lead to declining capex intensity for the New Co. We forecast network-capex-to-service-revenue ratio to drop from 24.6% in FY22E to 20.8% in FY26E. In comparison, ADVANC's 3-year average of network-capex-to-service-revenue ratio was 21.3% during FY20-22E.

**Fig 5: New Co's network capex as a percentage of core service revenue**



Source: Company, MST

**Fig 6: ADVANC's network capex as a percentage of revenue**

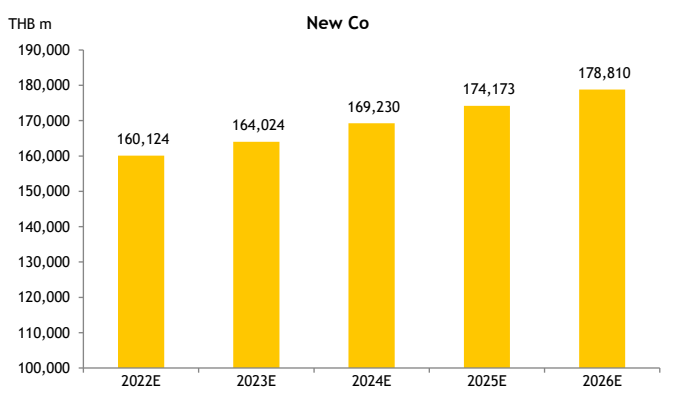


Source: Company, MST

## 1.2 Cross-selling and upselling opportunities

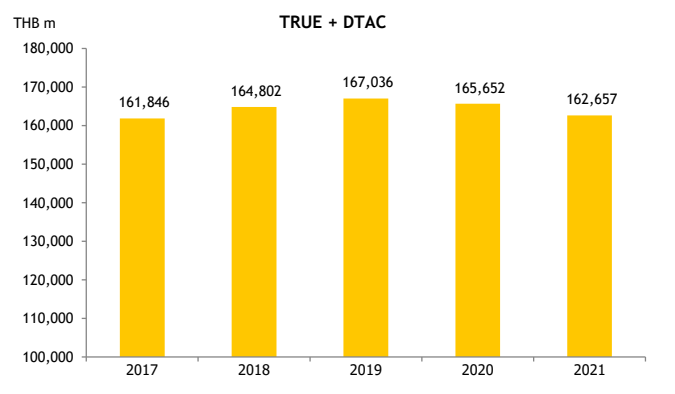
We believe the New Co can sell TRUE's True ID (content platform), fixed-broadband and Pay-TV offerings to DTAC's clients. Cross-selling opportunities and easing competition in the duopolistic market lead us to forecast 5-year revenue CAGR of 2.7% during FY22-27E vs -0.2% CAGR during FY17-22E.

**Fig 7: We forecast FY22-27E revenue CAGR of 2.7% for the New Co**



Source: Company, MST

**Fig 8: TRUE and DTAC showed combined revenue CAGR of -0.2% in FY17-22E**



Source: Company, MST

## 2. Aim to boost EBITDA margin and cut capex intensity

### 2.1 New Co seems to use ADVANC as a benchmark

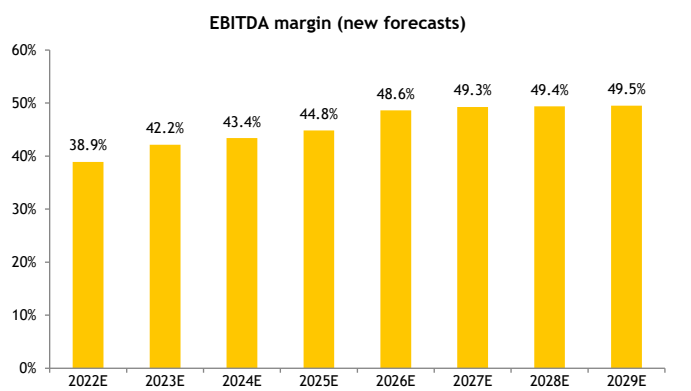
The first three cost synergies (network sites, commercial aspects, and IT systems) should boost EBITDA margin while cheaper procurement rates should lead to capex savings. DTAC's CFO believes the New Co's EBITDA margin should be able to eventually reach ADVANC's level (FY20-22E average of 49.9%). Also, he expects the New Co to reduce capex intensity to ADVANC's level (3-year average network-capex-to-revenue ratio of 21.3%).

#### 1.1 We raise our EBITDA margin forecasts in FY24-29E

We raise our forecasts of EBITDA margins by 0.6-1.7% pt during FY24-29E after cutting cost of services ex IC by 4-9% each year to factor in more savings from reduction of network sites. Our new forecast reflects 14-16% savings from cash-based opex during FY26-29E while the old forecasts reflected 10-13% opex savings.

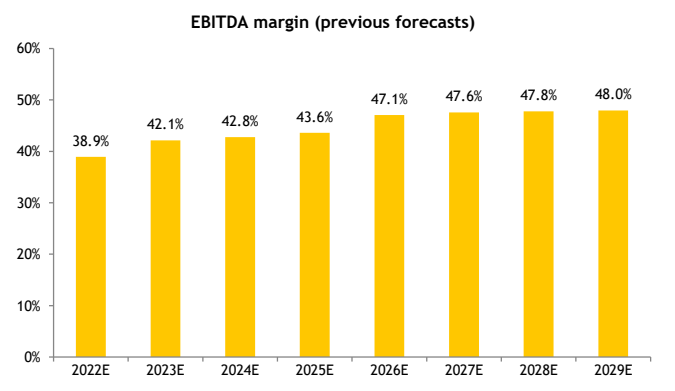
We expect the New Co's EBITDA margin to rise from 42.1% in FY23E to 49.5% in FY29E (vs ADVANC's 3-year average of 49.9% in FY20-22E). We expect the New Co to take seven years to reach ADVANC's EBITDA level because there will be no forced layoffs at the New Co. At the end of FY21, ADVANC had 12,909 employees while TRUE and DTAC had a combined 14,539 employees.

**Fig 9: We now forecast New Co's EBITDA margin to rise from 38.9% in FY22E to 49.5% in FY29E**



Source: Company, MST

**Fig 10: Previous forecasts of New Co's EBITDA margins**



Source: Company, MST



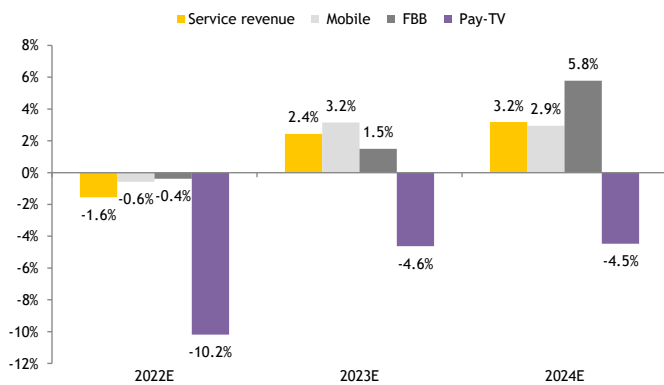
### 3. Valuation and recommendation

#### 3.1 New Co to show THB334m net loss in FY23E

We expect TRUE and DTAC to end FY22E with a combined net loss of THB5.8b (THB8.3b net loss from TRUE and THB3.1b net profit from DTAC). We then forecast the New Co to generate a THB334m net loss in FY23E before generating THB1.6b net profit in FY26E.

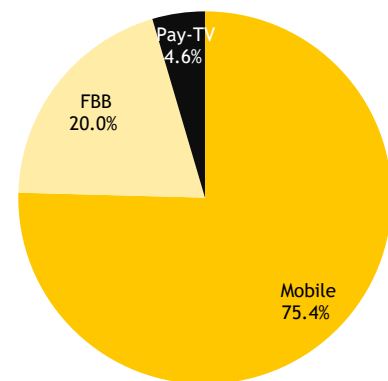
The bottomline improvement in FY23E should be supported by 2.4% revenue growth, THB4.6b saving in network depreciation expense (THB75.9b asset write-off), stable recurring SG&A expenses (+1.0% YoY) and THB286m drop in net rental expense for 850MHz network capacity deal with the NT.

Fig 11: New Co's service revenue growth



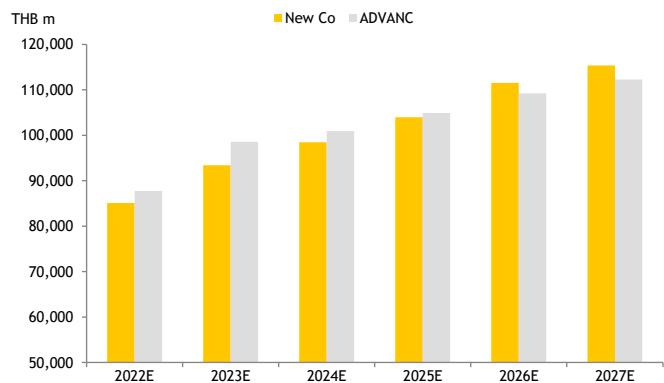
Source: Company, MST

Fig 12: New Co's service revenue breakdown in FY23E



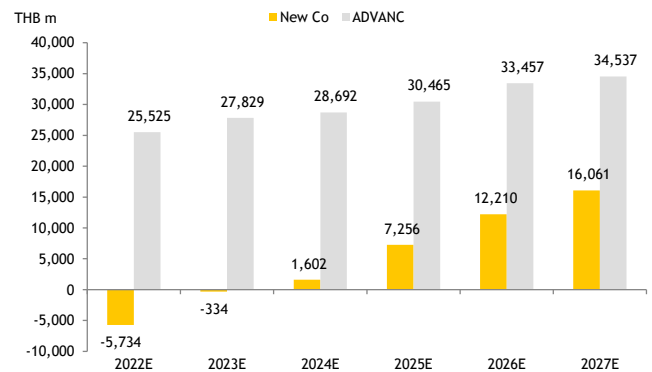
Source: Company, MST

Fig 13: New Co's EBITDA vs ADVANC's EBITDA



Source: Company, MST

Fig 14: New Co's net profit/(loss) vs ADVANC's net profit



Source: Company, MST

#### 3.2 U/G to BUY with a higher TP of THB5.54

The 2-4% increases in annual EBITDA forecasts result in an increase in our TP from THB5.32 to THB5.54, which is based on the New Co's fair value of THB9.23/sh. The 14.5% upside to the new TP leads us to upgrade TRUE to BUY from HOLD. The announcement of synergy guidance by the New Co's management team in Mar or Apr should act as a potential re-rating catalyst.



**Fig 15: We have a target price of THB5.54 for TRUE, based on New Co's fair value of THB9.23/sh**

Unit: THB m	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	
Cashflow from operating activities	58,178	69,082	77,513	85,047	90,667	94,332	97,701	
Principal repayment for lease liabilities	- 22,191	- 20,954	- 19,920	- 19,717	- 19,543	- 19,399	- 19,283	
<b>Net cashflow from operating activities</b>	<b>35,987</b>	<b>48,127</b>	<b>57,593</b>	<b>65,331</b>	<b>71,124</b>	<b>74,933</b>	<b>78,418</b>	
<b>CAPEX</b>								
PPE	- 39,823	- 37,349	- 37,087	- 37,165	- 37,244	- 37,323	- 37,402	
Spectrum instalment	- 7,313	- 9,994	- 11,781	- 9,994	- 9,994	- 6,198	- 8,878	
Other intangible assets (i.e. content rights and digital platforms)	- 8,131	- 8,131	- 8,158	- 8,185	- 8,213	- 8,241	- 8,341	
<b>Total capex</b>	<b>- 55,267</b>	<b>- 55,474</b>	<b>- 57,026</b>	<b>- 55,344</b>	<b>- 55,451</b>	<b>- 51,762</b>	<b>- 54,621</b>	
<b>FCFF</b>	<b>- 19,279</b>	<b>- 7,347</b>	<b>568</b>	<b>9,986</b>	<b>15,674</b>	<b>23,172</b>	<b>23,796</b>	<b>Terminal value</b>
								<b>691,619</b>
		<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Present value of FCFF	-	6,967	511	8,519	12,680	17,779	17,317	503,290
Sum of PV of FCFF	553,129							
Net debt at end-FY23E	261,164							
<b>Equity value</b>	<b>291,964</b>							
20.56% stake in DIF with 10% holding discount	26,952							
<b>Equity value of New Co pluses 20,56% stake in DIF</b>	<b>318,916</b>							
# of shares	34,552							
<b>New Co's fair value (THB per New Co share)</b>	<b>9.23</b>							
Swap ratio for DTAC shares	6.134440							
<b>Implied fair value for DTAC (THB/sh)</b>	<b>56.62</b>							
DTAC's market price (THB/sh)	49.75							
Upside/(downside) to TP	13.8%							
Swap ratio for TRUE shares	0.60018							
<b>TP for TRUE (THB/sh)</b>	<b>5.54</b>							
TRUE's market price (THB/sh)	4.84							
Upside/(downside) to target price	14.5%							
				WACC	5.44%			
				Terminal grow	2.0%			

Source: Company, MST

Fig 16: We project TRUE's core net loss to widen to THB3.1b in 4Q22E from a THB1.3b loss in 4Q21 and THB2.6b loss in 3Q22

THB m	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	YoY	QoQ
Revenue from mobile unit	19,888	19,676	19,927	20,009	20,166	1.4%	0.8%
Revenue from broadband Internet	7,517	7,318	7,254	7,276	7,301	-2.9%	0.3%
Revenue from pay-TV unit	2,464	2,378	2,231	2,028	2,100	-14.8%	3.6%
Intersegment elimination and other revenue	(3,316)	(3,469)	(3,421)	(3,114)	(3,127)	-5.7%	0.4%
<b>Service revenue ex. IC</b>	<b>26,553</b>	<b>25,903</b>	<b>25,991</b>	<b>26,199</b>	<b>26,440</b>	<b>-0.4%</b>	<b>0.9%</b>
IC revenue	397	321	326	333	320	-19.4%	-3.9%
<b>Service revenue</b>	<b>26,950</b>	<b>26,224</b>	<b>26,317</b>	<b>26,532</b>	<b>26,760</b>	<b>-0.7%</b>	<b>0.9%</b>
Product sale	11,374	5,772	4,594	5,236	6,946	-38.9%	32.7%
Network rental income	3,142	3,142	3,143	840	2,000	-36.3%	138.1%
<b>Total revenue</b>	<b>41,466</b>	<b>35,138</b>	<b>34,054</b>	<b>32,608</b>	<b>35,707</b>	<b>-13.9%</b>	<b>9.5%</b>
Regulatory cost	(741)	(625)	(659)	(710)	(713)	-3.7%	0.5%
Cost of providing services ex. IC	(9,571)	(9,919)	(9,831)	(6,850)	(8,445)	-11.8%	23.3%
IC cost	(412)	(332)	(340)	(337)	(348)	-15.5%	3.3%
<b>Cost of sales</b>	<b>(11,228)</b>	<b>(5,714)</b>	<b>(4,583)</b>	<b>(5,219)</b>	<b>(6,920)</b>	<b>-38.4%</b>	<b>32.6%</b>
<b>SG&amp;A exp</b>	<b>(4,859)</b>	<b>(4,474)</b>	<b>(4,722)</b>	<b>(5,124)</b>	<b>(5,338)</b>	<b>9.9%</b>	<b>4.2%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>14,655</b>	<b>14,074</b>	<b>13,919</b>	<b>14,368</b>	<b>13,942</b>	<b>-4.9%</b>	<b>-3.0%</b>
<i>EBITDA margin</i>	35.3%	40.1%	40.9%	44.1%	39.0%	10.5%	-11.4%
D&A exp	(12,088)	(12,117)	(12,496)	(12,855)	(12,940)	7.0%	0.7%
<b>Operating profit</b>	<b>2,567</b>	<b>1,957</b>	<b>1,423</b>	<b>1,513</b>	<b>1,003</b>	<b>-60.9%</b>	<b>-33.7%</b>
Interest exp	(4,859)	(4,740)	(4,781)	(4,854)	(5,055)	4.0%	4.1%
Tax charge	(44)	(225)	(50)	(76)	-	-100.0%	-100.0%
Share of profit from associates	1,041	818	1,140	747	747	-28.2%	0.0%
Other income (exp)	1,442	995	1,415	253	250	-82.7%	-1.3%
MI	-7	-30	-17	-25.741	0	-100.0%	na
FX gain loss	-99	-452	75	-366	0	-100.0%	-100.0%
<b>Core net profit</b>	<b>(1,288)</b>	<b>(1,875)</b>	<b>(2,121)</b>	<b>(2,621)</b>	<b>(3,055)</b>	<b>137.2%</b>	<b>16.5%</b>
Non-recurring item	1,343	258	1,360	(136)	-	-100.0%	-100.0%
<b>Net profit to shareholders of the company</b>	<b>55</b>	<b>(1,617)</b>	<b>(761)</b>	<b>(2,757)</b>	<b>(3,055)</b>	<b>-5654.2%</b>	<b>10.8%</b>
<b>Profitability ratios</b>							
Gross margin - service revenue ex. IC	61.2%	59.3%	59.6%	71.1%	0.0%		
SG&A to revenue	-11.7%	-12.7%	-13.9%	-15.7%	0.0%		
Core net margin	-3.1%	-5.3%	-6.2%	-8.0%	0.0%		
Net margin	0.2%	-6.2%	-2.9%	-10.4%	0.0%		

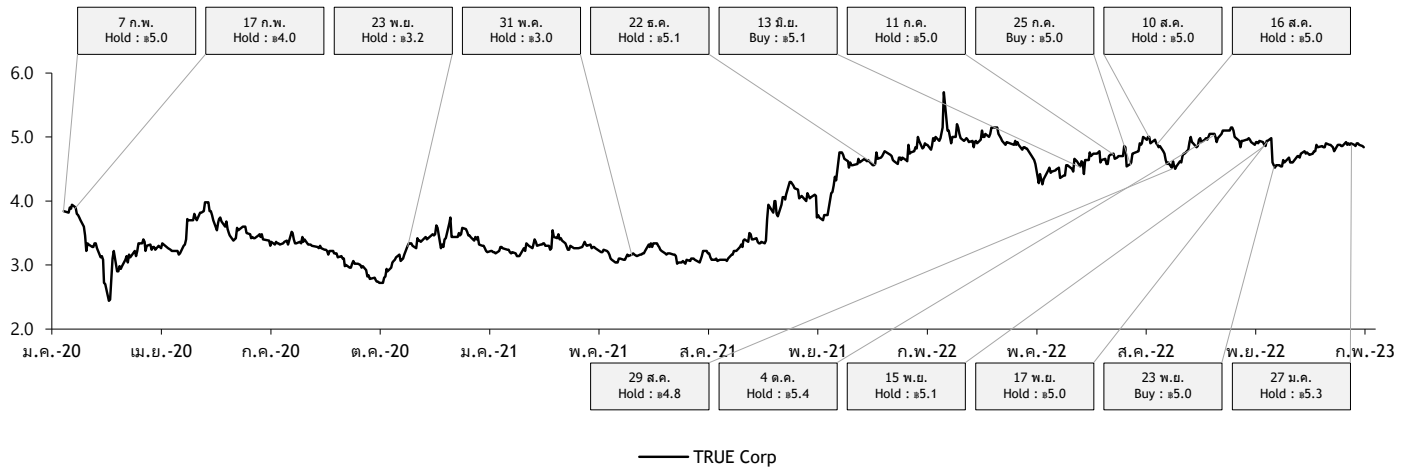
Source: Company, MST

FYE 31 Dec	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Key Metrics</b>					
P/E (reported) (x)	108.0	nm	nm	nm	174.0
Core P/E (x)	nm	nm	nm	74.0	47.8
P/BV (x)	1.3	2.0	2.3	25.9	22.6
P/NTA (x)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Net dividend yield (%)	2.0	1.5	1.4	1.4	1.4
FCF yield (%)	10.3	6.4	9.6	13.8	18.6
EV/EBITDA (x)	7.9	8.5	9.0	6.8	6.5
EV/EBIT (x)	39.2	39.5	86.2	28.4	26.1
<b>INCOME STATEMENT (THB m)</b>					
Revenue	138,213.0	143,655.0	137,506.6	221,585.6	226,910.5
EBITDA	52,654.0	57,760.0	56,303.4	93,421.9	98,462.6
Depreciation	(42,008.0)	(45,347.0)	(50,407.7)	(71,190.7)	(74,081.4)
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	10,646.0	12,413.0	5,895.7	22,231.3	24,381.2
Net interest income / (exp)	(18,058.0)	(19,200.0)	(19,429.5)	(22,711.0)	(22,788.0)
Associates & JV	4,153.0	3,676.0	3,452.0	3,446.8	3,439.2
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	(4,100.6)	(4,230.8)
Other pretax income	4,203.0	1,743.0	2,170.2	800.0	800.0
Pretax profit	944.0	(1,368.0)	(7,911.6)	(333.6)	1,601.6
Income tax	(19.0)	(154.0)	(351.0)	0.0	0.0
Minorities	123.0	94.0	72.7	0.0	0.0
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	1,048.0	(1,428.0)	(8,189.9)	(333.6)	1,601.6
Core net profit	(3,132.2)	(2,967.0)	(9,743.9)	3,767.0	5,832.4
<b>BALANCE SHEET (THB m)</b>					
Cash & Short Term Investments	24,330.3	21,963.5	20,685.9	22,944.9	23,276.0
Accounts receivable	44,918.6	51,797.2	49,580.2	58,534.8	59,941.5
Inventory	4,508.2	1,373.7	1,292.8	2,678.2	2,679.5
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	231,894.1	245,337.1	239,793.0	243,046.1	250,933.7
Intangible assets	142,742.6	138,485.0	153,578.0	158,180.1	142,934.7
Investment in Associates & JVs	23,213.3	24,493.8	16,924.1	27,016.1	28,141.7
Other assets	145,940.7	141,464.2	134,129.2	166,243.6	155,185.2
<b>Total assets</b>	<b>617,547.9</b>	<b>624,914.6</b>	<b>615,983.3</b>	<b>678,643.9</b>	<b>663,092.3</b>
ST interest bearing debt	64,507.7	65,312.0	65,312.0	6,000.0	6,000.0
Accounts payable	90,276.6	92,665.6	85,057.6	115,268.5	116,474.7
LT interest bearing debt	158,491.5	192,196.1	215,000.0	280,000.0	295,000.0
Other liabilities	218,655.0	192,923.0	179,394.0	266,175.0	232,854.0
<b>Total Liabilities</b>	<b>531,930.8</b>	<b>543,096.5</b>	<b>544,763.7</b>	<b>667,443.1</b>	<b>650,328.2</b>
Shareholders Equity	85,089.1	81,361.9	70,763.5	10,744.7	12,308.0
Minority Interest	528.0	456.1	456.1	456.1	456.1
<b>Total shareholder equity</b>	<b>85,617.1</b>	<b>81,818.0</b>	<b>71,219.6</b>	<b>11,200.8</b>	<b>12,764.1</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>617,547.9</b>	<b>624,914.6</b>	<b>615,983.3</b>	<b>678,643.9</b>	<b>663,092.3</b>
<b>CASH FLOW (THB m)</b>					
Pretax profit	944.0	(1,368.0)	(7,911.6)	(333.6)	1,601.6
Depreciation & amortisation	42,008.0	45,347.0	50,407.7	71,190.7	74,081.4
Adj net interest (income)/exp	15,366.0	15,953.3	16,572.5	21,969.0	22,046.0
Change in working capital	(8,443.5)	(10,636.7)	(4,693.6)	(11,241.1)	(5,070.8)
Cash taxes paid	(1,993.6)	(2,590.5)	(351.0)	0.0	0.0
Other operating cash flow	4,514.2	2,184.3	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	52,656.0	51,009.8	51,494.4	78,138.2	89,219.0
Capex	(40,821.0)	(40,821.0)	(36,000.0)	(39,822.8)	(37,349.3)
Free cash flow	11,835.0	10,188.8	15,494.4	38,315.4	51,869.7
Dividends paid	(3,003.1)	(2,333.9)	(2,335.8)	(2,336.0)	(2,336.0)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	17,522.2	34,050.7	22,803.9	14,835.5	5,000.0
Other invest/financing cash flow	(51,446.0)	(44,286.4)	(37,240.1)	(52,611.9)	(54,202.7)
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	(25,092.0)	(2,380.8)	(1,277.6)	(1,797.0)	331.1

FYE 31 Dec	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
<b>Key Ratios</b>					
<b>Growth ratios (%)</b>					
Revenue growth	(1.9)	3.9	(4.3)	61.1	2.4
EBITDA growth	55.6	9.7	(2.5)	65.9	5.4
EBIT growth	49.9	16.6	(52.5)	277.1	9.7
Pretax growth	(87.9)	nm	nm	nm	nm
Reported net profit growth	(81.4)	nm	nm	nm	nm
Core net profit growth	nm	nm	nm	nm	54.8
<b>Profitability ratios (%)</b>					
EBITDA margin	38.1	40.2	40.9	42.2	43.4
EBIT margin	7.7	8.6	4.3	10.0	10.7
Pretax profit margin	0.7	nm	nm	nm	0.7
Payout ratio	222.9	nm	nm	nm	243.0
<b>DuPont analysis</b>					
Net profit margin (%)	0.8	nm	nm	nm	0.7
Revenue/Assets (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Assets/Equity (x)	7.3	7.7	8.7	63.2	53.9
ROAE (%)	1.0	(1.7)	(10.8)	(0.8)	13.9
ROAA (%)	(0.5)	(0.5)	(1.6)	0.6	0.9
<b>Liquidity &amp; Efficiency</b>					
Cash conversion cycle	(173.9)	(181.0)	(173.3)	(136.5)	(160.8)
Days receivable outstanding	120.5	121.2	132.7	87.8	94.0
Days inventory outstanding	21.1	10.0	4.7	4.5	6.0
Days payables outstanding	315.5	312.2	310.6	228.9	260.8
Dividend cover (x)	0.4	(0.6)	(3.5)	(0.1)	0.4
Current ratio (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>Leverage &amp; Expense Analysis</b>					
Asset/Liability (x)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
Net gearing (%) (incl perps)	232.0	287.9	364.5	nm	nm
Net gearing (%) (excl. perps)	232.0	287.9	364.5	nm	nm
Net interest cover (x)	0.6	0.6	0.3	1.0	1.1
Debt/EBITDA (x)	4.2	4.5	5.0	3.1	3.1
Capex/revenue (%)	29.5	28.4	26.2	18.0	16.5
Net debt/ (net cash)	198,668.8	235,544.6	259,626.1	263,055.1	277,724.0

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: TRUE Corp (TRUE 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 ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีคุณภาพเชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง 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 ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ 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 หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

### มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

### สิงคโปร์

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

### 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) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

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

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

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับการยอมรับจากบริษัทจดทะเบียนตามบริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

### สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

## อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด ("MSUK") ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นลูกค้ารายย่อย (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 และเป็นผู้ออกใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities ("PTMSI") (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (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 Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

### Disclosure of Interest

**มาเลเซีย:** Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกบการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 8 กุมภาพันธ์ 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**ไทย:** MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้อง หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกบการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

**ฮ่องกง:** ณ วันที่ 8 กุมภาพันธ์ 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

## OTHERS

### Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ที่ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ 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 โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

## Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

<b>BUY</b>	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>HOLD</b>	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>SELL</b>	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 2023**

▲▲▲▲▲						Score Range	Number of Logo	Description
AAV	BGRIM	EA	INTUCH	MOONG	PTT	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ADVANC	BIZ	EASTW	IP	MSC	PTTEP	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AF	BKI	ECF	IRC	MST	PTTGC	70-79	▲▲▲	Good
AH	BOL	ECL	IRPC	MTC	PYLON	60-69	▲▲	Satisfactory
AIRA	BPP	EE	ITEL	MVP	Q-CON	50-59	▲	Pass
AJ	BRR	EGCO	NVL	NCL	QH	Lower than 50	No logo given	N/A
AKP	BTS	EPG	JTS	NEP	QTC			
AKR	BTW	ETC	JWD	NER	RATCH			
ALLA	BWG	ETE	K	NKI	RBF			
ALT	CENDEL	FN	KBANK	NOBLE	RS	SIS	TFMAMA	TSTH
AMA	CFRESH	FNS	KCE	NSI	S	SITHAI	THANA	TTA
AMARIN	CGH	FPI	KEX	NVD	S&J	SMPC	THANI	TTB
AMATA	CHEWA	FPT	KGI	NYT	SAAM	SNC	THCOM	TTCL
AMATAV	CHO	FSMART	KKP	OISHI	SABINA	SONIC	THG	TTW
ANAN	CIMBT	FVC	KSL	OR	SAMART	SORKON	THIP	TU
AOT	CK	GC	KTB	ORI	SAMTEL	SPALI	THRE	TVDH
AP	CKP	GEL	KTC	OSP	SAT	SPI	THREL	TVI
APURE	CM	GFPT	LALIN	OTO	SC	SPRC	TIPCO	TVO
ARIP	CNT	GGC	LANNA	PAP	SCB	SPVI	TISCO	TWPC
ASP	COLOR	GLAND	LHFG	PCSGH	SCC	SSC	TK	U
ASW	COM7	GLOBAL	LIT	PDG	SCCC	SSSC	TKN	UAC
AUCT	COMAN	GPI	LOXLEY	PDJ	SCG	SST	TKS	UBIS
AWC	COTTO	GPSC	LPN	PG	SCGP	STA	TKT	UPOIC
AYUD	CPALL	GRAMMY	LRH	PHOL	SCM	STEC	TMILL	UV
BAFS	CPF	GULF	LST	PLANB	SCN	STGT	TMT	VCOM
BAM	CPI	GUNKUL	MACO	PLANET	SDC	STI	TNDT	VGI
BANPU	CPN	HANA	MAJOR	PLAT	SEAFCO	SUN	TNITY	VIH
BAY	CRC	HARN	MAKRO	PORT	SEAOL	SUSCO	TOA	WACOAL
BRK	CSS	HENG	MALEE	PPS	SE-ED	SUTHA	TOP	WAVE
BBL	DDD	HMPRO	MBK	PR9	SELIC	SVI	TPBI	WHA
BCP	DELTA	ICC	MC	PREB	SENA	SYMC	TQM	WHAUP
BCPG	DEMCO	ICHI	MCOT	PRG	SENAJ	SYNTEC	TRC	WICE
BDMS	DOHOME	III	METCO	PRM	SGF	TACC	TRUE	WINNER
BEM	DRT	ILINK	MFEC	PSH	SHR	TASCO	TSC	XPG
BEYOND	DTAC	ILM	MINT	PSL	SICT	TCAP	TSR	ZEN
BGC	DUSIT	IND	MONO	PTG	SIRI	TEAMG	TSTE	
▲▲▲▲▲								
2S	BCH	DCC	INGRS	MFC	PL	SAPPE	STC	TPS
7UP	BE8	DHOUSE	INSET	MGT	PLE	SAWAD	STPI	TQR
ABICO	BEC	DITTO	INSURE	MICRO	PM	SCI	SUC	TRITN
ABM	BH	DMT	IRCP	MILL	PMTA	SCAP	SVOA	TRT
ACE	BIG	DOD	IT	MITSIB	PPP	SCP	SVT	TRU
ACG	BJC	DPAINT	ITD	MK	PPPM	SE	SWC	TRV
ADB	BJCHI	DV8	J	MODERN	PRAPAT	SECURE	SYNEX	TSE
ADD	BLA	EASON	JAS	MTI	PRECHA	SFLEX	TAE	TVT
AEONTS	BR	EFORL	JCK	NBC	PRIME	SFP	TAKUNI	TWP
AGE	BRI	ERW	JCKH	NCAP	PRIN	SFT	TCC	UBE
AHC	BROOK	ESSO	JMT	NCH	PRINC	SGP	TCMC	UEC
AIE	BSM	ESTAR	JR	NETBAY	PROEN	SIAM	TFG	UKEM
AIT	BYD	FE	KBS	NEX	PROS	SINGER	TFI	UMI
ALUCON	CBG	FLOYD	KCAR	NINE	PROUD	SKE	TFM	UOBKH
AMANAH	CEN	FORTH	KIAT	NATION	PSG	SKN	TGH	UP
AMR	CHARAN	FSS	KISS	NDR	PSTC	SKR	TIDLOR	UPF
APCO	CHAYO	FTE	KK	NNCL	PT	SKY	TIGER	UTP
APCS	CHG	GBX	KOOL	NOVA	PTC	SLP	TIPH	VIBHA
AQUA	CHOTI	GCAP	KTIS	NPK	QLT	SMART	TITLE	VL
ARIN	CHOW	GENCO	KUMWEL	NRF	RCL	SMD	TM	VPO
ARROW	CI	GJS	KUN	NTV	RICHY	SMIT	TMC	VRANDA
AS	CIG	GTB	KWC	NUSA	RJH	SMT	TMD	WGE
ASAP	CITY	GYT	KWM	NWR	ROJNA	SNNP	TMI	WIJK
ASEFA	CIVIL	HEMP	L&E	OCC	RPC	SNP	TNL	WIN
ASIA	CMC	HPT	LDC	OGC	RT	SO	TNP	WINMED
ASIAN	CPL	HTC	LEO	ONEE	RWI	SPA	TNR	WORK
ASIMAR	CPW	HUMAN	LH	PACO	S11	SPC	TOG	WP
ASK	CRANE	HYDRO	LHK	PATO	SA	SPCG	TPA	XO
ASN	CRD	ICN	M	PB	SABUY	SR	TPAC	YUASA
ATP30	CSC	IFS	MATCH	PICO	SAK	SRICHA	TPCS	ZIGA
B	CSP	IIG	MBAX	PIMO	SALEE	SSF	TIPLI	
BA	CV	IMH	MEGA	PIN	SAMCO	SSP	TPIPP	
BC	CWT	INET	META	PJW	SANKO	STANLY	TPLAS	
▲▲▲▲▲								
A	BSBM	EMC	JMART	MORE	RAM	SVH	TTI	
A5	BTNC	EP	JSP	MPIC	ROCK	PTECH	TYCN	
AI	CAZ	EVER	JUBILE	MUD	RP	TC	UMS	
ALL	CCP	F&D	KASET	NC	RPH	TCCC	UNIQ	
ALPHAX	CGD	FMT	KCM	NEWS	RSP	TCJ	UPA	
AMC	CMAN	GIFT	KWI	NFC	SIMAT	TEAM	UREKA	
APP	CMO	GLOCON	KYE	NSL	SISB	THE	VARO	
AQ	CMR	GLORY	LEE	NV	SK	THMUI	W	
AU	CPANEL	GREEN	LPH	PAF	SOLAR	TKC	WFX	
B52	CPT	GSC	MATI	PEACE	SPACK	TNH	WPH	
BEAUTY	CSR	HL	M-CHAI	PF	SPG	TNPC	YGG	
BGT	CTW	HTECH	MCS	PK	SQ	TOPP		
BLAND	D	IHL	MDX	PPM	STARK	TPCH		
BM	DCON	INOX	MENA	PRAKIT	STECH	TPOLY		
BROCK	EKH	JAK	MJD	PTL	SUPER	TRUBB		

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2565 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

## Anti-Corruption Progress Indicator 2023

### ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC

ABICO	CPW	J	NCL	STAR	VCOM
ALT	DDD	JMART	NOVA	STECH	VIBHA
APCO	DHOUSE	JMT	NUSA	STGT	WIN
BKD	DOHOME	KEX	PIMO	SUPER	ZIGA
CHG	EKH	KUMWEL	SCM	TQM	
CPR	EVER	LDC	SIS	TSI	

### ได้รับการรับรอง CAC

2S	BPP	DTC	HANA	KTC	NMG	PSTC	SGP	TEST	TSTH
7UP	BROOK	EA	HARN	KWG	NOBLE	PT	SINGER	TFG	TTB
ADVANC	BRR	EASTW	HEMP	L&E	NOK	PTECH	SIRI	TFI	TTCL
AF	BSBM	ECF	HENG	LANNA	NRF	PTG	SITHAI	TFMAMA	TU
AI	BTS	ECL	HMPRO	LH	OCC	PTT	SKR	TGH	TVDH
AIE	BWG	EGCO	HTC	LHFG	OGC	PTTEP	SMIT	THANI	TVI
AIRA	CACTEST	EP	ICC	LHK	ORI	PTTGC	SMK	THCOM	TVO
AJ	CEN	EPG	ICHI	LPN	PAP	PYLON	SMPC	THIP	TWPC
AKP	CENTEL	ERW	IFS	LRH	PATO	Q-CON	SNC	THRE	U
AMA	CFRESH	ESTAR	III	M	PB	QH	SNP	THREL	UBIS
AMANAHA	CGH	ETC	ILINK	MAJOR	PDG	QLT	SORKON	TIDLOR	UEC
AMATA	CHEWA	ETE	ILM	MAKRO	PDJ	QTC	SPACK	TIP	UKEM
AMATAV	CHOTI	Financials	INET	MALEE	PE	RATCH	SPALI	TIPCO	UOBKH
AP	CHOW	Financials	INOX	MATCH	PG	RML	SPC	TISCO	UV
AS	CIG	FNS	INSURE	MBAX	PHOL	RS	SPI	TKS	VGI
ASIAN	CIMBT	FPI	INTUCH	MBK	PIMO	RWI	SPRC	TKT	VIH
ASK	CM	FSMART	IRC	MC	PK	S&J	SRICHA	TMILL	VNT
ASP	CMC	FSS	IRPC	MCOT	PL	SAAM	SSF	TMT	WACOAL
AWC	CNS	FTE	ITEL	META	PLANB	SABINA	SSI	TNITY	WHA
AYUD	COM7	GBX	IVL	MFEC	PLANET	SAK	SSP	TNL	WHAUP
B	CPALL	GC	JKN	MILL	PLAT	SAT	SSSC	TNP	WICE
BAFS	CPF	GCAP	JR	MINT	PM	SC	SST	TNR	WIK
BANPU	CPI	GEL	K	MONO	PPP	SCB	STA	TOG	XO
BAY	CPL	GFPT	KASET	MOONG	PPPM	SCC	STGT	TOP	YUASA
BBL	CPN	GGC	KBANK	MSC	PPS	SCCC	STOWER	TOPP	
BCH	CRC	GJS	KBS	MST	PR9	SCG	SUSCO	TPA	
BCP	CSC	GLOW	KCAR	MTC	PREB	SCGP	SVI	TPCS	
BE8	DCC	GOLD	KCC	MTI	PRG	SCM	SYMC	TPP	
BEC	DELTA	GPI	KCE	NBC	PRINC	SCN	SYNTEC	TRT	
BEYOND	DEMCO	GPSC	KGI	NCAP	PRM	SEAOIL	TAE	TRU	
BGC	DIMET	GSTEL	KKP	NEP	PROS	SE-ED	TAKUNI	TRUE	
BKI	DRT	GULF	KSL	NINE	PSH	SELIC	TASCO	TSC	
BLA	DTAC	KUNKUL	KTB	NKI	PSL	SENA	TCAP	TSTE	

### N/A

3K-BAT	BEM	CRC	HFT	MAX	LUXF	OISHI	SA	STECH	TPOLY
A	BH	CSP	HPF	M-CHAI	MACO	ONEE	SABUY	STGT	TPRIME
AAI	BIG	CSR	HTECH	MCS	MAJOR	OR	SAFARI	STHAI	TOM
AAV	BIOTEC	CSS	HUMAN	MDX	MANRIN	OSP	SAK	STI	TR
ACC	BIZ	CTARAF	HYDROGEN	MEGA	MATI	PACE	SAM	STPI	TRC
ACE	BJC	CTW	IFEC	MENA	MAX	PAF	SAMART	SUC	TRITN
ACG	BJCHI	CV	IHL	METCO	M-CHAI	PCC	SAMCO	SUN	TRUBB
AEONTS	BKD	CWT	III	MGT	MCS	PEACE	SAMTEL	SUPER	TSE
AFC	BKKCP	DCON	ILM	MICRO	MDX	PERM	SAUCE	SUPEREIF	TSI
AGE	BLAND	DDD	IMPACT	MIDA	MEGA	PF	SAWAD	SUTHA	TSR
AH	BLISS	DIF	INETREIT	MITSIB	MENA	PIN	SAWANG	SVOA	TTI
AHC	BOFFICE	DMT	INGRS	MJD	METCO	PLE	SCAP	SVT	TTLPF
AIMCG	BR	DOHOME	INOX	MK	MICRO	PLUS	SCI	SYNEX	TTT
AIMIRT	BRI	DREIT	INSET	ML	MIDA	PMTA	SCP	TC	TTW
AIT	BROCK	DTCENT	IT	MODERN	M-II	POLAR	SDC	TCC	TU-PF
AJ	BRRGIF	DTCI	ITC	MORE	MIFP	POLY	SEAFECO	TCCC	TWP
AJA	BTG	EASON	ITD	MPIC	MIT	POMPUI	SFLEX	TCJ	TWZ
AKR	BTNC	EE	J	MUD	MJD	POPF	SFP	TCOAT	TYCN
ALLA	BTSGIF	EGATIF	JAS	MVP	MJLF	PORT	SGC	TEAM	UAC
ALLY	BUI	EKH	JASIF	NC	MK	POST	SHANG	TEAMG	UMI
ALT	B-WORK	EMC	JCK	NCAP	ML	PPF	SHR	TEGH	UNIQ
ALUCON	BYD	ERWPF	JCT	NCH	MNIT	PRAKIT	SHREIT	TEKA	UP
AMARIN	CBG	ESSO	JDF	NDR	MNIT2	PRECHA	SIAM	TFEIF	UPOIC
AMATAR	CCET	ETC	JMART	NER	MNRF	PRIME	SIRIP	TFM	URBNPF
AMC	CCP	EVER	JMT	NETBAY	MODERN	PRIN	SIS	TGE	UTP
AMR	CGD	F&D	JTS	NEW	MOSHI	PRO	SISB	TGPRO	UVAN
ANAN	CH	FANCY	JWD	NEWS	M-PAT	PROSPECT	SKE	TH	VARO
AOT	CHARAN	FMT	KAMART	NEX	MPIC	PTL	SKN	THAI	VIBHA
APCO	CHAYO	FN	KBSPIF	NFC	M-STOR	QHHR	SKY	THE	VNG
APEX	CHG	FORTH	KC	NPK	NC	QHOP	SLP	THG	VPO
APURE	CI	FTI	KDH	NSL	NCAP	QHPF	SM	THL	VRANDA
AQ	CITY	FTREIT	KEX	KKC	NCH	RAM	SMT	TIF1	W
ASAP	CIVIL	FUTUREPF	KIAT	KPNPF	NER	RBF	SNNP	TIPH	WAVE
ASEFA	CK	GAHREIT	KISS	KTBSTMR	NEW	RCL	SO	TK	WFX
ASIA	CKP	GENCO	KWM	KTIS	NEX	RICHY	SOLAR	TKC	WGE
ASIMAR	CMAN	GIFT	KYE	KWC	NFC	RJH	SPCG	TKN	WHABT
ASW	CMR	GL	LALIN	KYE	NNCL	ROCK	SPG	TLHPF	WHAIR
AURA	CNT	GLAND	LEE	LALIN	NOVA	ROH	SPRIME	TLI	WHART
B52	CPH	GLOBAL	LEO	LEE	NRF	ROJNA	SQ	TMD	WIN
BA	CPL	GLOCON	LIT	LHHOTEL	NSL	RPC	SRIPANWA	TNCP	WORK
BAREIT	CPNCG	GRAMMY	LHPF	LHXP	NTV	RPH	SSC	TNPF	WORLD
BBGI	CPNREIT	GRAND	LPH	LHSC	NUSA	RS	SSPF	TOA	WP
BCT	CPT	GREEN	LST	LOXLEY	NV	RSP	SSTRT	TPAC	WPH
BDMS	CPTGF	GROREIT	MACO	LPF	NVD	RT	STANLY	TPBI	XPG
BEAUTY	CPW	GVREIT	MANRIN	LPH	NYT	S	STARK	TPIPL	
BEC	CRANE	GYT	MATI	LST	OHTL	S-11	STEC	TPIPP	

Source : Thai Institute of Directors

**คำชี้แจง** ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 24 ตุลาคม 2565 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC