

# Sabina (SABINA TB)

## แนวโน้มกำไรยังแข็งแกร่ง แม้อำนาจซื้อสินค้า OEM เลื่อนไป

คงคำแนะนำ ซื้อ ลดราคาเป้าหมายปี 67 เป็น 32.50 บาท

เราคงคำแนะนำ ซื้อ SABINA โดยลดราคาเป้าหมาย (DCF) เป็น 32.50 บาท (WACC 7.7% G 2%) โดยปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 67 เราปรับประมาณการกำไรลงเล็กน้อยสะท้อนคำสั่งซื้อสินค้า OEM ที่เลื่อนไป แต่กำไรปี 66 และ 67 จะยังคงเดินหน้าทำสถิติใหม่ ส่วนแนวโน้มกำไร 3Q66 ยังคงแข็งแกร่ง เนื่องจากยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น หุ้นซื้อขาย P/E ปี 67 ที่ 18.7 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 21.9 เท่า ในบรรดาหุ้นกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค เรายังเลือก CPALL (59.5 บาท, ซื้อ, ราคาเป้าหมาย 79.0 บาท) เป็น Top Pick เนื่องจากการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่ง

### ปรับลดประมาณการ แต่คงกำไรปี 66/67 สูงสุดเป็นประวัติการณ์

เราปรับลดประมาณการกำไรปี 66-67 ลง 5% และ 4% ตามลำดับ เพื่อสะท้อนคำสั่งซื้อสินค้า OEM ที่ล่าช้า (9% ของยอดขาย 1H66) เนื่องจากเศรษฐกิจยุโรปชะลอตัว อย่างไรก็ตามผู้บริหารคาดว่าจะคำสั่งซื้อสินค้า OEM จะกลับมาอีกครั้งในปี 67 เนื่องจากความต้องการซื้อในตัว ขณะที่ยอดขายสินค้าในประเทศคาดว่าจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งจากความสำเร็จในการเปิดตัวสินค้า 'Braless' และการบริโภคในประเทศที่ฟื้นตัว เราคาดว่าจะยอดขายจะเติบโต 8% YoY ในปี 66 และ 10% YoY ในปี 67 อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้นเนื่องจากประสิทธิภาพการดำเนินงานดีขึ้นและต้นทุนการผลิตต่อหน่วยลดลงจากการใช้เครื่องจักรอัตโนมัติมากขึ้น เราคาดการณ์กำไรเติบโต 12% YoY ในปี 66 และ 14% YoY ในปี 67 โดยอัตรากำไรสุทธิเพิ่มเป็น 13.5% และ 13.9% ตามลำดับ จาก 13.1% ในปี 65 ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิต่อประมาณการของเราอยู่ที่คำสั่งซื้อสินค้า OEM

### กำไร 3Q66 แข็งแกร่งจากยอดขายและ GPM ที่เพิ่มขึ้น

เราประเมินกำไร 3Q66 (ประกาศงบ 13 พ.ย.) ที่ 116 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 16% YoY และ 1% QoQ แม้ยอดขายสินค้า OEM จะลดลงเนื่องจากคำสั่งซื้อที่ล่าช้า แต่เราคาดว่ายอดขายรวมใน 3Q66 จะเพิ่มขึ้น 8% YoY เนื่องจากการเติบโตของยอดขายทางหน้าร้านและยอดขาย NSR ที่แข็งแกร่ง โดยสินค้า 'Braless' ใหม่ได้รับการตอบรับดี ขณะที่ยอดขายของ Moda จะช่วยหนุนยอดขาย NSR ด้วย เราประเมินอัตรากำไรขั้นต้นขยายตัว 173bps YoY เป็น 49.7% จากประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้น

### ฐานะการเงินเป็นเงินสดสุทธิสามารถจ่ายปันผล 100%

เราคาดว่าวงจรเงินสดของ SABINA จะลดลงเป็น 251 และ 245 วันในปี 66 และปี 67 ตามลำดับ จาก 273 วันในปี 65 เนื่องจากการบริหารสินค้าคงคลังดีขึ้นเป็น 245 และ 240 วันในปี 66 และปี 67 จาก 264 วันในปี 65 ฐานะทางการเงินของบริษัทยังคงแข็งแกร่งโดยมีเงินสดสุทธิคงเหลือต่อปีน้อยกว่า 50 ล้านบาท ซึ่งคาดว่าจะช่วยให้ SABINA สามารถรักษาอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 100% ได้ต่อไป นอกจากนี้ บริษัทกำลังวางแผนขยายไปสู่ธุรกิจอื่นๆ เพื่อสนับสนุนการเติบโตซึ่งน่าจะมีผลชัดเจนในปี 67

| FYE Dec (THB m)              | FY21A | FY22A    | FY23E    | FY24E    | FY25E    |
|------------------------------|-------|----------|----------|----------|----------|
| Revenue                      | 2,631 | 3,168    | 3,426    | 3,773    | 4,082    |
| EBITDA                       | 413   | 559      | 632      | 712      | 779      |
| Core net profit              | 294   | 417      | 466      | 531      | 587      |
| Core EPS (THB)               | 0.85  | 1.20     | 1.34     | 1.53     | 1.69     |
| Core EPS growth (%)          | 6.3   | 41.8     | 11.8     | 13.7     | 10.6     |
| Net DPS (THB)                | 0.85  | 1.20     | 1.34     | 1.53     | 1.69     |
| Core P/E (x)                 | 23.4  | 19.4     | 21.2     | 18.7     | 16.9     |
| P/BV (x)                     | 3.8   | 4.3      | 5.2      | 5.1      | 5.0      |
| Net dividend yield (%)       | 4.3   | 5.2      | 4.7      | 5.4      | 5.9      |
| ROAE (%)                     | 16.2  | 22.6     | 24.8     | 27.6     | 29.8     |
| ROAA (%)                     | 10.7  | 15.3     | 16.6     | 18.7     | 21.0     |
| EV/EBITDA (x)                | 16.7  | 14.1     | 15.5     | 13.8     | 12.6     |
| Net gearing (%) (incl perps) | 2.2   | net cash | net cash | net cash | net cash |
| Consensus net profit         | -     | -        | 468      | 531      | 583      |
| MIBG vs. Consensus (%)       | -     | -        | (0.3)    | (0.1)    | 0.6      |

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

# BUY

Share Price THB 28.50  
12m Price Target THB 32.50 (+14%)  
Previous Price Target THB 33.00

### Company Description

SABINA makes lingerie, including its own brand, Sabina. It also distributes popular European brands.

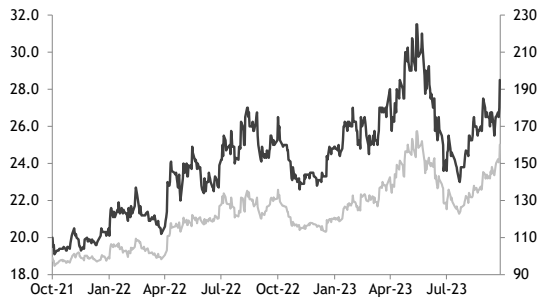
### Statistics

|                        |                    |
|------------------------|--------------------|
| 52w high/low (THB)     | 31.50/22.60        |
| 3m avg turnover (USDm) | 0.7                |
| Free float (%)         | 47.3               |
| Issued shares (m)      | 348                |
| Market capitalisation  | THB9.9B<br>USD273M |

### Major shareholders:

|                      |       |
|----------------------|-------|
| Viroj Thanalongkorn  | 46.4% |
| Thai NVDR            | 3.2%  |
| Achada Thanalongkorn | 3.0%  |

### Price Performance



|                       | -1M | -3M | -12M |
|-----------------------|-----|-----|------|
| Absolute (%)          | 11  | 21  | 14   |
| Relative to index (%) | 17  | 24  | 23   |

Source: FactSet

### Other companies mentioned

Moda (77.33%-owned subsidiary, not listed)

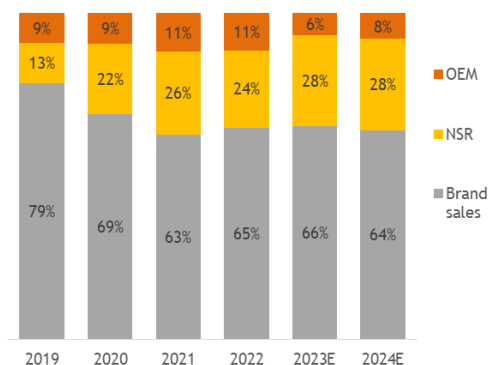
### Acronyms defined

NSR - non-store retail, including online sales, TV sales and catalogue sales  
OEM - original equipment manufacturer

## Value Proposition

- Sabina is one of the leading underwear producers in Thailand, under its own brand, Sabina, with a proven track record of over 25 years.
- Strong brand recognition coupled with product innovation.
- In addition to off-line sales via more than 500 outlets, Sabina has NSR sales through online, TV shopping and catalogue sales. OEM sales are an additional sales channel through exports to Europe.
- Increasing proportion of NSR sales should support net margins.
- Own production and outsourcing allow for a more flexible strategy and resilient operations.

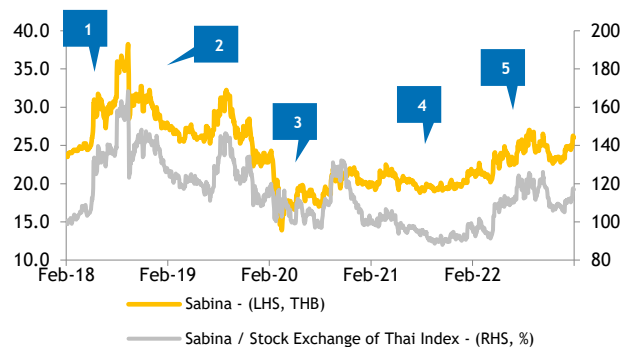
### Sales breakdown



Source: Company, MST

## Price Drivers

### Historical share price trend



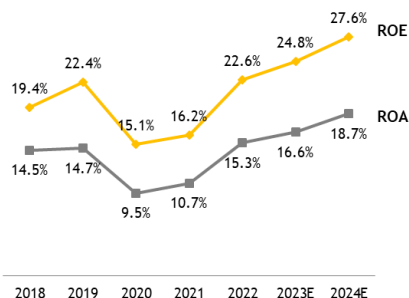
Source: Company, MST

1. Outstanding earnings growth drew investor attention.
2. Share price correction after the major shareholder sold 28.78% of total paid up capital to both local and foreign institutional investors as well as high net worth individual investors at THB25.0/share.
3. Temporary store closures during the lockdown.
4. Wait-and-see phase as Covid outbreaks subsided.
5. Earnings recovery after post-Covid reopening.

## Financial Metrics

- Expect ROE to rise to 24.8% and 27.6% in FY23E and FY24E from 22.6% in FY22 and 22.4% in FY19 (pre-Covid year).
- ROA to reach 16.6% in FY23E and 18.7% in FY24E from 15.3% in FY22 and 14.7% in FY19.
- Solid EBITDA of more than THB500m pa, available for annual capex of THB20-50m.
- Low capex helps generate compelling dividend payments at a pay-out ratio of 100%.
- Healthy financial position with expected net cash from FY22E onwards.

### Improving profitability ratio



Source: Company, MST

## Swing Factors

### Upside

- Better operating leverage on growing NSR sales.
- Export opportunity in CLMV markets.
- More innovative products to enhance sales and profitability.

### Downside

- Significant increase in raw material and labour costs.
- Large inventory level pressuring working capital.
- Headwinds on logistics dampening export sales.

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| Risk Rating & Score <sup>1</sup> | na |
| Score Momentum <sup>2</sup>      | na |
| Last Updated                     | na |
| Controversy Score <sup>3</sup>   | na |

## Business Model & Industry Issues

- Sabina places importance on supply chain management of all processes in the business chain, ranging from production, warehouse, transportation and distribution management. It also takes into account the use of resources in production and creates value for products and services through various innovations.
- Sabina operates business in tandem with ESG approach to manage negative environmental impact, in terms of energy consumption, pollution or waste management. It reduces the impact of climate change and strives for sustainable development in accordance with the Sustainable Development Goals.
- Being in a labour-intensive industry, the company must have safety measures and promote good quality of life while adopting advanced production technology and innovation, including state-of-the-art machinery in order to produce quality products to cater to consumers' requirements.

## Material E issues

- In 2020, all Sabina plants have reduced their electricity consumption by 22%, above the target of 15% by shifting from air conditioning to EVAPOLATIVE COOLING SYSTEM (EVAP) and electronic equipment modifications such as industrial sewing machines, light bulbs, air conditioners and air pumps.
- In 2020, the organization's water usage was reduced by 14% from 2019, better than the target of 10%, and regulated wastewater management to meet statutory standards and does not have a negative impact on the community.
- Control air pollution from the foaming moulding process, dust not exceeding 400 ml. per cubic metre and chemicals (toluene) not exceeding 200 ppm, as well as reducing fuel consumption. Greenhouse gas emission from transport fell to 20.16% vs the target of 10% and the reduction of greenhouse gas emission from travelling to meetings fell to 77.7% vs the target of 20%, resulting in a 24.11% reduction in overall greenhouse gas emission in 2020.
- Using the 3R (Reuse, Reduce, Recycle) principle. General waste, which is landfill, is reduced by 43% in 2020, vs the target of 30%, and the amount of waste generated from the production process is reduced by 40% vs the target of 30%.
- In 2020, Sabina was certified GREEN INDUSTRY Level 2 (Green Operations, implementing activities to reduce environmental impacts) for all 5 factories and it's preparing to upgrade to Green Industry Level 3 (Effective Environmental Management, which has been monitored and evaluated for continuous improvement).
- Implement a zero-waste project by recycling raw materials left over from production and transforming them into products by 0.31% from the target of 0.25%.

## Material S issues

- Mae Jintana Thanalongkorn Foundation was established in 2009, providing scholarships to students since 2010. Until now, 2,021 scholarships have been awarded, amounting to THB18.56m.
- Initiate the Sewing Cup Sewing Heart Project Fighting breast cancer since 2007. By 2020, the company produces artificial breasts and donates 23,000 breasts, which is more than the target of 19,000 breasts / year.
- Sabina employs 45 disabled workers, representing 1.13% of the total workforce as of December 31, 2020.
- Even with store closures and production cuts during the COVID-19 outbreak, the company has not laid off employees.

## Key G metrics and issues

- Sabina has 11 board members, consisting of 7 non-executive directors (5 independent directors) and 4 executive directors, of which 2 are female.
- In 2020, BoDs' remuneration was THB4.94m or 1.8% of net profit. Executive directors and executives' remuneration was THB10.28m or 3.7% of net profit.
- There is a code of ethics designated to cover the responsibility of the various parts and promote them among employees at all levels as a guideline for conducting business with ethics (Code of Conduct).
- There is a policy in conducting business correctly and transparently that emphasises the participation of everyone in the organisation to be aware of the negative effects of corruption and send employees to attend training courses on corruption prevention organised by various institutions. In addition, there is a policy seeking cooperation to refrain from giving and receiving all kind of gifts on every occasion (No Gift Policy).
- There are policies and methods for preventing directors, executives and employees from seeking benefits from the use of the company's inside information that have not yet been disclosed to the public to use for personal benefit including trading the company's share.

<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).

# 1. Revising down forecasts, but earnings growth in FY23-24E should remain healthy

## 1.1 Trim earnings forecasts to reflect delayed OEM orders

We revise down our FY23-24E profit by 5% and 4%, respectively, to reflect delayed OEM orders from European customers to early FY24. We estimate OEM sales to decrease by 37% YoY to THB222m in FY23 before recovering by 30% YoY to THB289m in FY24E. However, brand sales (off-line) are likely to grow a solid 9% YoY to THB2.24b in FY23E and by 8% YoY to THB2.42b in FY24E as the market's response to the new 'Braless' series has been good and as consumption is recovering.

NSR sales should also continue to grow, thanks to online promotion campaigns and the recognition of sales from Moda, a retailer and distributor of Sabina products in the Philippines. We expect NSR sales to rise 21% YoY to THB910m in FY23, with THB49m contributed from Moda. NSR sales should reach THB1.0b in FY24E, coupled with additional Moda sales of THB59m.

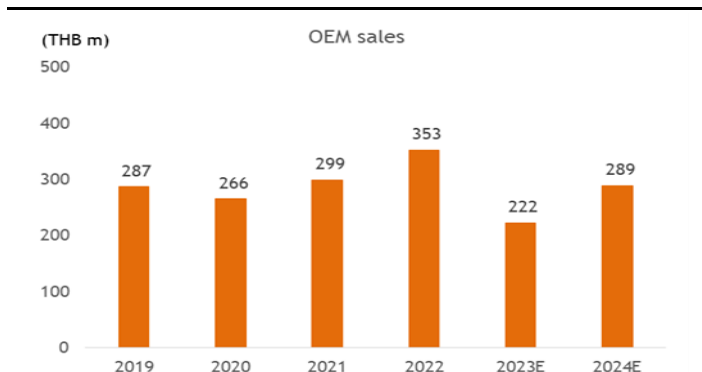
Our estimated gross margin is raised 92bps to 48.8% given lower contribution from low-margin OEM products. However, we raise our FY23 SG&A-to-sales assumption to 33.5% from 32.0% due to rising advertising expenses for the 'Braless' series launched earlier this year.

Fig 1: Our forecast revisions

| (THB m)      | New   |       | Previous |       | % Revision |         |
|--------------|-------|-------|----------|-------|------------|---------|
|              | FY23E | FY24E | FY23E    | FY24E | FY23E      | FY24E   |
| Sales        | 3,426 | 3,773 | 3,554    | 3,925 | -4%        | -4%     |
| Gross margin | 49.7% | 50.0% | 48.8%    | 49.1% | +92 bps    | +90 bps |
| EBITDA       | 591   | 670   | 615      | 694   | -4%        | -3%     |
| Net profit   | 466   | 531   | 489      | 552   | -5%        | -4%     |
| EPS (THB)    | 1.34  | 1.53  | 1.41     | 1.59  | -5%        | -4%     |

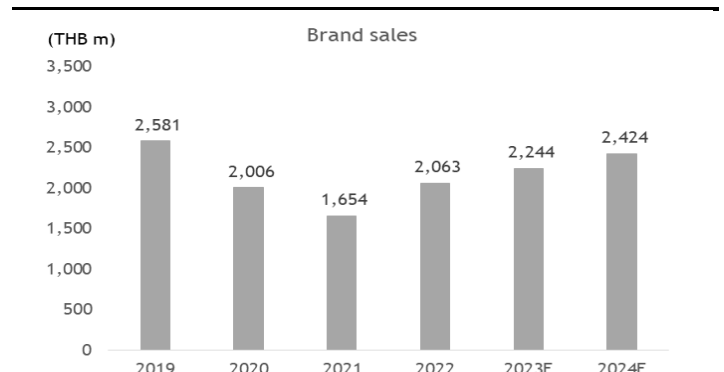
Source: Company, MST

Fig 2: Expect OEM sales to drop in FY23E before recovering in FY24E



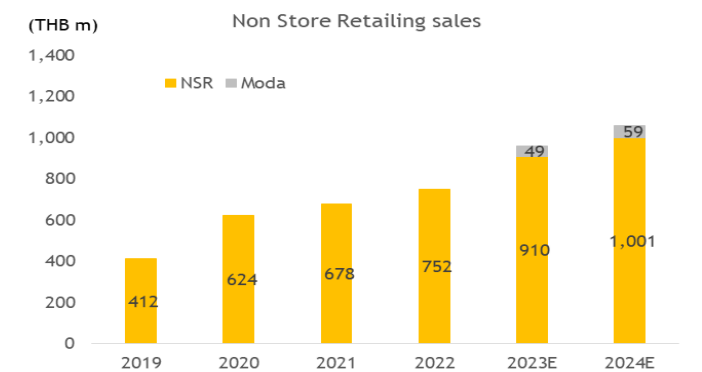
Source: Company, MST

Fig 3: Brand sales to see healthy growth due to new products launched



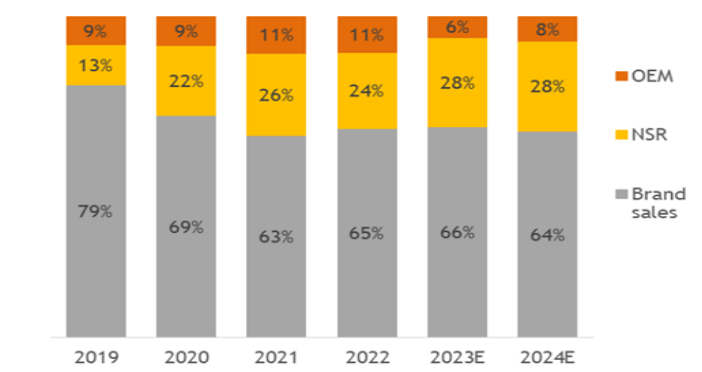
Source: Company, MST

**Fig 4: We expect robust NSR sales growth, coupled with additional sales from Moda**



Source: Company, MST

**Fig 5: FY23-24E sales breakdown outlook sees declining OEM proportion but rising NSR contributions**



Source: Company, MST

## 1.2 Expect record earnings in FY23 and FY24

We forecast FY23 sales to grow by 8% YoY to a record THB3.43b, and then grow by a further 10% YoY to THB3.77b in FY24, underpinned by healthy growth in brand and NSR sales. Gross margin should improve by 171bps YoY to 49.7% in FY23 and by a further 30bps YoY to 50.0% in FY24 on the back of better operating efficiency and lower production cost per unit as production volume grows. SABINA expects its own production to rise to 44% of total production in FY23 and FY24 from 41% in FY22, based on 24% capacity expansion to 9m pieces in FY23.

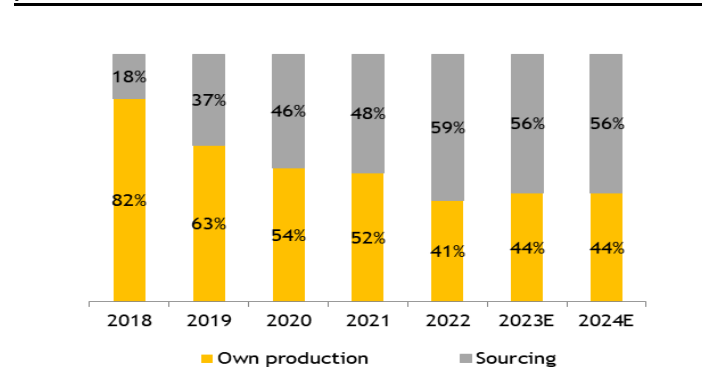
We also expect record earnings in FY23 of THB466m (+12% YoY) and further growth to THB531m in FY24 (+14% YoY) with net margin rising to 13.5% and 13.9% from 13.1% in FY22. Its financial position is likely to remain solid with net cash, which would allow SABINA to maintain its 100% pay-out ratio, offering a dividend yield of roughly 5%.

**Fig 6: SABINA expects its own production to increase to 24% of total production in FY23E**

| Output (million pcs.) |             |             |              |
|-----------------------|-------------|-------------|--------------|
| Factory               | 2022        | 2023        | %G           |
| YS                    | 2.93        | 3.75        | 27.8%        |
| CN                    | 1.85        | 2.00        | 8.1%         |
| BN                    | 0.81        | 1.00        | 22.9%        |
| TP                    | 0.92        | 1.15        | 24.4%        |
| S5                    | 0.74        | 1.10        | 49.3%        |
| <b>Capacity</b>       | <b>7.26</b> | <b>9.00</b> | <b>24.0%</b> |

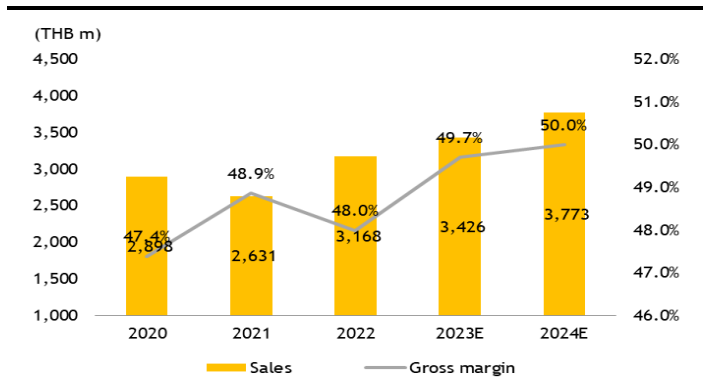
Source: Company

**Fig 7: SABINA projects sourced products to make up 56% of production in FY23-24E**



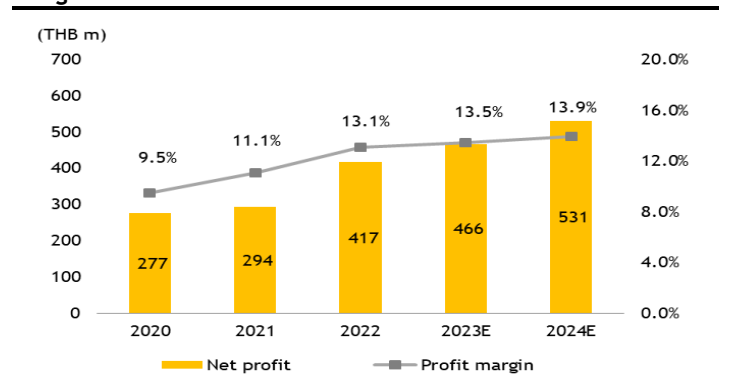
Source: Company, MST

**Fig 8: MST expects sales to hit record high in FY23-24E**



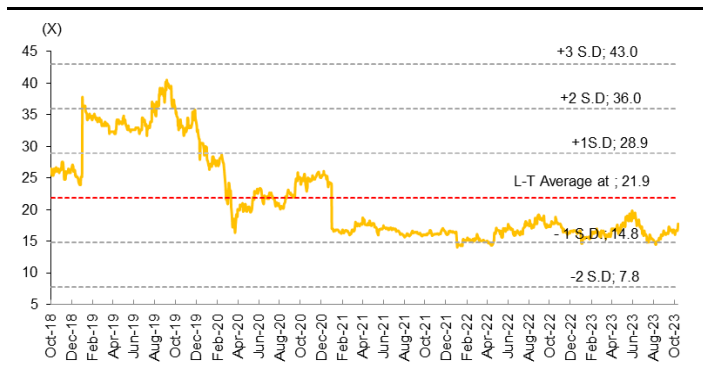
Source: Company, MST

**Fig 9: We expect record FY23-24E earnings on higher profit margins**



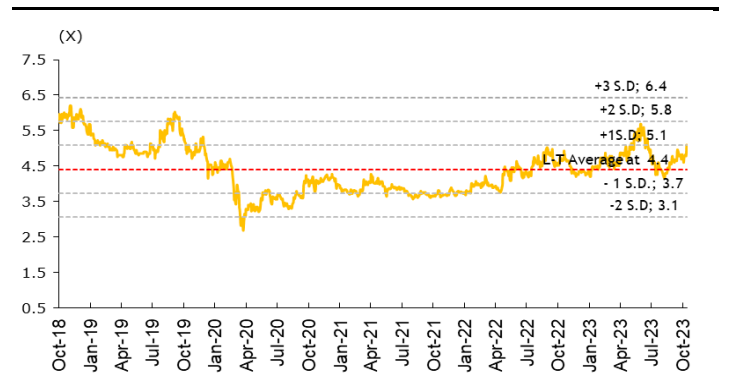
Source: Company, MST

**Fig 10: SABINA P/E band**



Source: Bloomberg

**Fig 11: SABINA P/BV band**



Source: Bloomberg

## 2. 3Q23E earnings likely solid

SABINA's earnings likely remained solid in 3Q23E at THB116m, up 16% YoY and 1% QoQ. Despite falling OEM sales due to delayed orders, we estimate the company's top line grew 8% YoY. Brand and NSR sales should continue to grow as consumption is recovering and due to good response to the new 'Braless' product. Moda sales should also contribute to NSR sales. We estimate OEM sales dropped 59% YoY to THB31m in 3Q23.

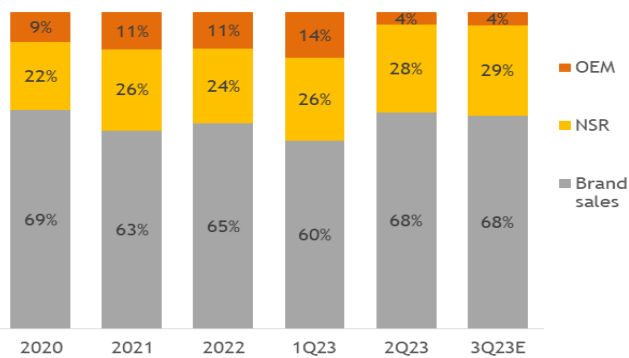
We forecast gross margin expanded by 173bps YoY to 49.7% in 3Q23, thanks to more production units. SG&A likely surged 10% YoY (33.2% of sales vs 32.7% of 3Q22 sales) but declined 5% QoQ due to lower advertising expenses.

**Fig 12: Our 3Q23 preview; falling OEM sales offset by growing NSR sales**

| (THB m)             | 3Q22  | 2Q23  | 3Q23E | YoY   | QoQ   | 9M22  | 9M23E | YoY   |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sales               | 774   | 838   | 836   | 8%    | (0%)  | 2,332 | 2,543 | 9%    |
| Brand               | 510   | 573   | 566   | 11%   | (1%)  | 1,524 | 1,657 | 9%    |
| Non store retailing | 189   | 234   | 240   | 27%   | 3%    | 570   | 701   | 26%   |
| OEM                 | 75    | 31    | 31    | (59%) | 2%    | 238   | 185   | (22%) |
| Other income        | 7     | 19    | 7     | (3%)  | (62%) | 20    | 31    | 54%   |
| COG                 | 403   | 422   | 420   | 4%    | (0%)  | 1,225 | 1,282 | 5%    |
| Gross profit        | 371   | 416   | 415   | 12%   | (0%)  | 1,107 | 1,261 | 14%   |
| SG&A                | 253   | 293   | 278   | 10%   | (5%)  | 739   | 854   | 16%   |
| EBITDA              | 135   | 152   | 155   | 15%   | 2%    | 415   | 467   | 12%   |
| Interest expense    | 1     | 2     | 2     | 112%  | 12%   | 3     | 6     | 89%   |
| Tax charge          | 25    | 26    | 27    | 8%    | 2%    | 73    | 84    | 15%   |
| Net profit          | 100   | 115   | 116   | 16%   | 1%    | 311   | 348   | 12%   |
| EPS (THB)           | 0.29  | 0.33  | 0.33  | 16%   | 1%    | 0.90  | 1.00  | 12%   |
| Gross margin (%)    | 48.0% | 49.6% | 49.7% |       |       | 47.5% | 49.6% |       |
| SG&A/sales (%)      | 32.7% | 34.9% | 33.2% |       |       | 31.7% | 33.6% |       |
| EBITDA margin (%)   | 17.3% | 17.8% | 18.4% |       |       | 17.7% | 18.1% |       |
| Net margin (%)      | 12.8% | 13.4% | 13.8% |       |       | 13.2% | 13.5% |       |

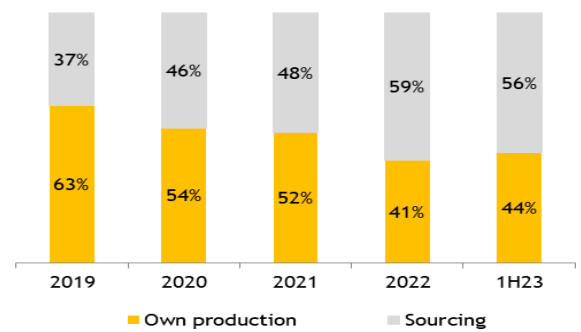
Source: Company, MST

**Fig 13: Breakdown of 3Q23E sales; rising share of NSR due to healthy online sales and recognition of Moda sales**



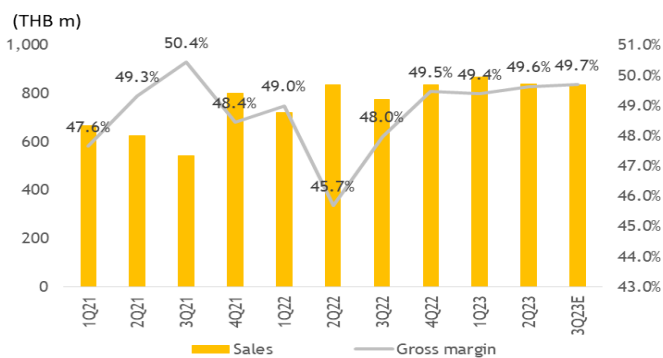
Source: Company, MST

**Fig 14: Own labels made up 44% of 1H23 sales as SABINA launched more new products under its own brands**



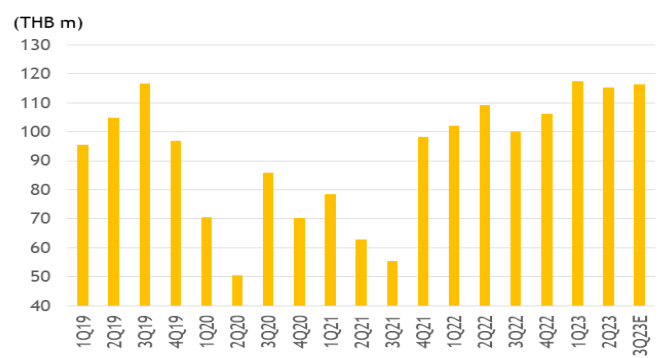
Source: Company, MST

**Fig 15: Gross margin likely improved in 3Q23E due to better production efficiency**



Source: Maybank IBG Research

**Fig 16: Expect solid 3Q23E earnings**



Source: Maybank IBG Research

| FYE 31 Dec             | FY21A | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Key Metrics</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E (reported) (x)     | 23.7  | 19.3  | 21.2  | 18.7  | 16.9  |
| Core P/E (x)           | 23.4  | 19.4  | 21.2  | 18.7  | 16.9  |
| P/BV (x)               | 3.8   | 4.3   | 5.2   | 5.1   | 5.0   |
| P/NTA (x)              | 3.8   | 4.3   | 5.2   | 5.1   | 5.0   |
| Net dividend yield (%) | 4.3   | 5.2   | 4.7   | 5.4   | 5.9   |
| FCF yield (%)          | 9.7   | 9.3   | 4.4   | 1.2   | 5.6   |
| EV/EBITDA (x)          | 16.7  | 14.1  | 15.5  | 13.8  | 12.6  |
| EV/EBIT (x)            | 18.6  | 15.2  | 16.5  | 14.7  | 13.3  |

**INCOME STATEMENT (THB m)**

|                             |         |         |         |         |         |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue                     | 2,631.4 | 3,167.8 | 3,425.7 | 3,772.7 | 4,082.0 |
| EBITDA                      | 413.5   | 559.3   | 632.0   | 712.2   | 779.3   |
| EBIT                        | 373.0   | 520.1   | 590.9   | 670.2   | 738.0   |
| Net interest income / (exp) | (4.9)   | (4.3)   | (7.9)   | (7.1)   | (4.6)   |
| Associates & JV             | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 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               | 368.1   | 515.7   | 583.0   | 663.1   | 733.4   |
| Income tax                  | (73.9)  | (98.5)  | (116.6) | (132.6) | (146.7) |
| Minorities                  | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| Discontinued operations     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| Reported net profit         | 294.2   | 417.2   | 466.4   | 530.5   | 586.7   |
| Core net profit             | 294.2   | 417.2   | 466.4   | 530.5   | 586.7   |

**BALANCE SHEET (THB m)**

|                                     |                |                |                |                |                |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Cash & Short Term Investments       | 353.7          | 527.9          | 598.8          | 308.3          | 303.5          |
| Accounts receivable                 | 403.8          | 383.9          | 385.7          | 441.2          | 431.1          |
| Inventory                           | 1,260.3        | 1,126.5        | 1,186.8        | 1,293.8        | 1,324.8        |
| Reinsurance assets                  | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Property, Plant & Equip (net)       | 243.6          | 240.5          | 251.2          | 251.0          | 241.6          |
| Intangible assets                   | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Investment in Associates & JVs      | 5.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Other assets                        | 436.9          | 461.1          | 467.5          | 488.4          | 493.3          |
| <b>Total assets</b>                 | <b>2,703.3</b> | <b>2,739.9</b> | <b>2,889.9</b> | <b>2,782.6</b> | <b>2,794.3</b> |
| ST interest bearing debt            | 394.6          | 317.4          | 470.0          | 236.0          | 223.2          |
| Accounts payable                    | 147.8          | 174.6          | 155.9          | 205.8          | 184.2          |
| Insurance contract liabilities      | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| LT interest bearing debt            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Other liabilities                   | 332.0          | 379.0          | 363.0          | 389.0          | 397.0          |
| <b>Total Liabilities</b>            | <b>874.1</b>   | <b>871.4</b>   | <b>988.9</b>   | <b>831.2</b>   | <b>804.1</b>   |
| Shareholders Equity                 | 1,829.2        | 1,867.7        | 1,900.3        | 1,950.7        | 1,989.5        |
| Minority Interest                   | 0.0            | 0.7            | 0.7            | 0.7            | 0.7            |
| <b>Total shareholder equity</b>     | <b>1,829.2</b> | <b>1,868.4</b> | <b>1,901.1</b> | <b>1,951.5</b> | <b>1,990.2</b> |
| <b>Total liabilities and equity</b> | <b>2,703.3</b> | <b>2,739.9</b> | <b>2,889.9</b> | <b>2,782.6</b> | <b>2,794.3</b> |

**CASH FLOW (THB m)**

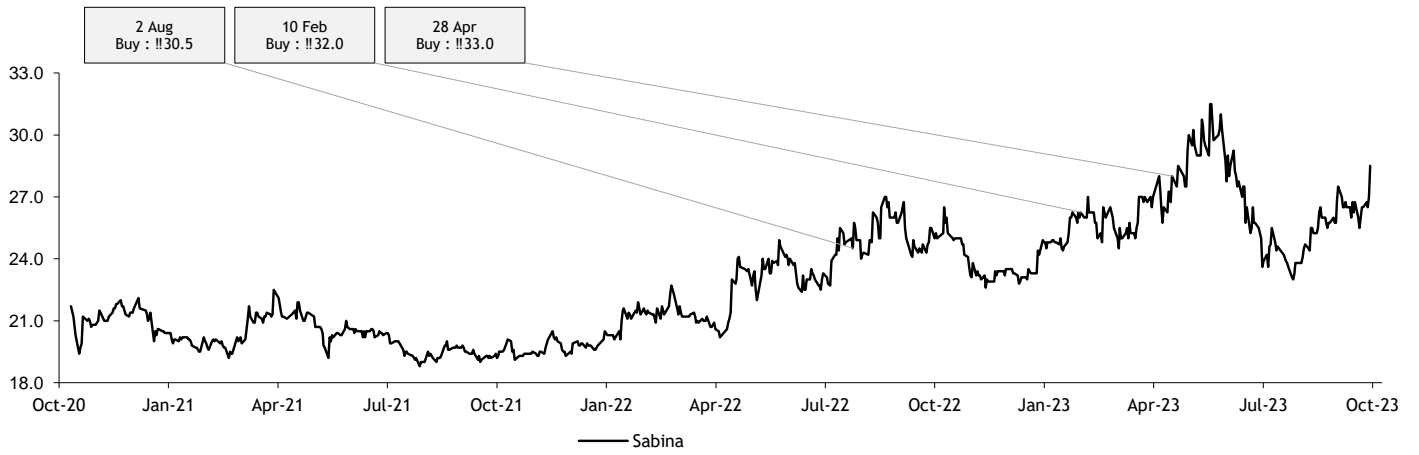
|                                  |              |              |             |                |              |
|----------------------------------|--------------|--------------|-------------|----------------|--------------|
| Pretax profit                    | 368.1        | 515.7        | 583.0       | 663.1          | 733.4        |
| Depreciation & amortisation      | 40.4         | 39.2         | 41.1        | 42.0           | 41.3         |
| Adj net interest (income)/exp    | 4.9          | 4.3          | 7.9         | 7.1            | 4.6          |
| Change in working capital        | 168.8        | 155.4        | (84.8)      | (116.6)        | (35.3)       |
| Cash taxes paid                  | (73.9)       | (98.5)       | (116.6)     | (132.6)        | (146.7)      |
| Other operating cash flow        | 0.0          | 0.0          | 0.0         | 0.0            | 0.0          |
| Cash flow from operations        | 627.4        | 781.9        | 485.7       | 158.4          | 583.4        |
| Capex                            | 42.5         | (25.2)       | (51.7)      | (41.8)         | (31.9)       |
| Free cash flow                   | 669.9        | 756.6        | 433.9       | 116.6          | 551.5        |
| Dividends paid                   | (299.1)      | (365.3)      | (433.7)     | (480.1)        | (548.0)      |
| Equity raised / (purchased)      | 0.0          | 0.0          | 0.0         | 0.0            | 0.0          |
| Change in Debt                   | (164.2)      | (77.2)       | 152.5       | (234.0)        | (12.8)       |
| Other invest/financing cash flow | (77.8)       | (139.9)      | (81.9)      | 307.0          | 4.6          |
| Effect of exch rate changes      | 0.0          | 0.0          | 0.0         | 0.0            | 0.0          |
| <b>Net cash flow</b>             | <b>128.8</b> | <b>174.3</b> | <b>70.9</b> | <b>(290.5)</b> | <b>(4.7)</b> |



| FYE 31 Dec                             | FY21A | FY22A    | FY23E    | FY24E    | FY25E    |
|--|-------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Key Ratios</b>                      |       |          |          |          |          |
| <b>Growth ratios (%)</b>               |       |          |          |          |          |
| Revenue growth                         | (9.2) | 20.4     | 8.1      | 10.1     | 8.2      |
| EBITDA growth                          | 1.2   | 35.3     | 13.0     | 12.7     | 9.4      |
| EBIT growth                            | 5.1   | 39.4     | 13.6     | 13.4     | 10.1     |
| Pretax growth                          | 6.5   | 40.1     | 13.0     | 13.7     | 10.6     |
| Reported net profit growth             | 6.3   | 41.8     | 11.8     | 13.7     | 10.6     |
| Core net profit growth                 | 6.3   | 41.8     | 11.8     | 13.7     | 10.6     |
| <b>Profitability ratios (%)</b>        |       |          |          |          |          |
| EBITDA margin                          | 15.7  | 17.7     | 18.4     | 18.9     | 19.1     |
| EBIT margin                            | 14.2  | 16.4     | 17.2     | 17.8     | 18.1     |
| Pretax profit margin                   | 14.0  | 16.3     | 17.0     | 17.6     | 18.0     |
| Payout ratio                           | 100.4 | 99.9     | 100.0    | 100.0    | 100.0    |
| <b>DuPont analysis</b>                 |       |          |          |          |          |
| Net profit margin (%)                  | 11.2  | 13.2     | 13.6     | 14.1     | 14.4     |
| Revenue/Assets (x)                     | 1.0   | 1.2      | 1.2      | 1.4      | 1.5      |
| Assets/Equity (x)                      | 1.5   | 1.5      | 1.5      | 1.4      | 1.4      |
| ROAE (%)                               | 16.2  | 22.6     | 24.8     | 27.6     | 29.8     |
| ROAA (%)                               | 10.7  | 15.3     | 16.6     | 18.7     | 21.0     |
| <b>Liquidity &amp; Efficiency</b>      |       |          |          |          |          |
| Cash conversion cycle                  | 377.1 | 270.3    | 247.6    | 241.6    | 235.7    |
| Days receivable outstanding            | 54.9  | 44.8     | 40.4     | 39.5     | 38.5     |
| Days inventory outstanding             | 356.4 | 260.8    | 241.6    | 236.7    | 231.8    |
| Days payables outstanding              | 34.2  | 35.2     | 34.5     | 34.5     | 34.5     |
| Dividend cover (x)                     | 1.0   | 1.0      | 1.0      | 1.0      | 1.0      |
| Current ratio (x)                      | 3.0   | 3.3      | 2.9      | 3.5      | 3.7      |
| <b>Leverage &amp; Expense Analysis</b> |       |          |          |          |          |
| Asset/Liability (x)                    | 3.1   | 3.1      | 2.9      | 3.3      | 3.5      |
| Net gearing (%) (incl perps)           | 2.2   | net cash | net cash | net cash | net cash |
| Net gearing (%) (excl. perps)          | 2.2   | net cash | net cash | net cash | net cash |
| Net interest cover (x)                 | 75.9  | 120.1    | 75.0     | 94.9     | nm       |
| Debt/EBITDA (x)                        | 1.0   | 0.6      | 0.7      | 0.3      | 0.3      |
| Capex/revenue (%)                      | nm    | 0.8      | 1.5      | 1.1      | 0.8      |
| Net debt/ (net cash)                   | 40.9  | (210.5)  | (128.8)  | (72.3)   | (80.4)   |

Source: Company; Maybank IBG Research

### Historical recommendations and target price: Sabina (SABINA 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 ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ 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 เหตุการณ์ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์ "เป็นไปได้" ที่เกิดขึ้น 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 บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย 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 สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่รับมาจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งบุคคลภายนอก 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 เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดอกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

## DISCLOSURES

### Legal Entities Disclosures

**มาเลเซีย:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities ("PTMSI") (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง 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 16 ตุลาคม 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

**ฮ่องกง:** ณ วันที่ 16 ตุลาคม 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

## OTHERS

### Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น 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           | TIPL           |              |
| 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

| ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC |         |          |          |         |        |          |          |          |        |
|------------------------------|---------|----------|----------|---------|--------|----------|----------|----------|--------|
| AH                           | CI      | ECF      | ILM      | KEX     | NRF    | SAK      | TKN      | VARO     |        |
| ALT                          | CPR     | EKH      | INOX     | KUMWEL  | NUSA   | SIS      | TMD      | VCOM     |        |
| APCO                         | CPW     | ETC      | J        | LDC     | OR     | SSS      | TMI      | VIBHA    |        |
| ASW                          | DDD     | EVER     | JMART    | MEGA    | PIMO   | STECH    | TQM      | W        |        |
| B52                          | DHOUSE  | FLOYD    | JMT      | NCAP    | PLE    | SUPER    | TRT      | WIN      |        |
| CHG                          | DOHOME  | GLOBAL   | JTS      | NOVA    | RS     | SVT      | TSI      |          |        |
| ได้รับการรับรอง CAC          |         |          |          |         |        |          |          |          |        |
| 2S                           | BGC     | DIMET    | HENG     | LHK     | PAP    | QH       | SORKON   | TIPCO    | UOBKH  |
| 7UP                          | BGRIM   | DRT      | HMPRO    | LPN     | PATO   | QLT      | SPACK    | TISCO    | UPF    |
| ADVANC                       | BKI     | DUSIT    | HTC      | LRH     | PB     | QTC      | SPALI    | TKS      | UV     |
| AF                           | BLA     | EA       | ICC      | M       | PCSGH  | RATCH    | SPC      | TKT      | VGI    |
| AI                           | BPP     | EASTW    | ICHI     | MAJOR   | PDG    | RML      | SPI      | TMILL    | VIH    |
| AIE                          | BROOK   | EGCO     | IFS      | MAKRO   | PDJ    | RWI      | SPRC     | TMT      | WACOAL |
| AIRA                         | BRR     | EP       | III      | MALEE   | PG     | S&J      | SRICHA   | TNITY    | WHA    |
| AJ                           | BSBM    | EPG      | ILINK    | MATCH   | PHOL   | SAAM     | SSF      | TNL      | WHAUP  |
| AKP                          | BTS     | ERW      | INET     | MBAX    | PK     | SABINA   | SSP      | TNP      | WICE   |
| AMA                          | BWG     | ESTAR    | INSURE   | MBK     | PL     | SAPPE    | SSSC     | TNR      | WIJK   |
| AMANAH                       | CEN     | ETE      | INTUCH   | MC      | PLANB  | SAT      | SST      | TOG      | XO     |
| AMATA                        | CENTEL  | FE       | IRC      | MCOT    | PLANET | SC       | STA      | TOP      | YUASA  |
| AMATAV                       | CFRESH  | FNS      | IRPC     | META    | PLAT   | SCB      | STGT     | TOPP     | ZEN    |
| AP                           | CGH     | FPI      | ITEL     | MFC     | PM     | SCC      | STOWER   | TPA      | ZIGA   |
| APCS                         | CHEWA   | FPT      | IVL      | MFEC    | PPP    | SCCC     | SUSCO    | TPCS     |        |
| AS                           | CHOTI   | FSMART   | JKN      | MILL    | PPPM   | SCG      | SVI      | TPP      |        |
| ASIAN                        | CHOW    | FSS      | JR       | MINT    | PPS    | SCGP     | SYMC     | TRU      |        |
| ASK                          | CIG     | FTE      | K        | MONO    | PR9    | SCM      | SYNTEC   | TSC      |        |
| ASP                          | CIMBT   | GBX      | KASET    | MOONG   | PREB   | SCN      | TAE      | TSTE     |        |
| AWC                          | CM      | GC       | KBANK    | MSC     | PRG    | SEAOIL   | TAKUNI   | TSTH     |        |
| AYUD                         | CMC     | GCAP     | KBS      | MST     | PRINC  | SE-ED    | TASCO    | TTA      |        |
| B                            | COM7    | GEL      | KCAR     | MTC     | PRM    | SELIC    | TCAP     | TTB      |        |
| BAFS                         | COTTO   | GFPT     | KCE      | MTI     | PROS   | SENA     | TCMC     | TTCL     |        |
| BAM                          | CPALL   | GGC      | KGI      | NBC     | PSH    | SGP      | TFG      | TU       |        |
| BANPU                        | CPF     | GJS      | KKP      | NEP     | PSL    | SINGER   | TFI      | TVDH     |        |
| BAY                          | CPI     | GPI      | KSL      | NINE    | PSTC   | SIRI     | TFMAMA   | TVI      |        |
| BBL                          | CPL     | GPSC     | KTB      | NKI     | PT     | SITHAI   | TGH      | TVO      |        |
| BCH                          | CPN     | GSTEEL   | KTC      | NOBLE   | PTG    | SKR      | THANI    | TWPC     |        |
| BCP                          | CRC     | GULF     | KWI      | NOK     | PTT    | SMIT     | THCOM    | U        |        |
| BCPG                         | CSC     | GUNKUL   | L&E      | NWR     | PTTEP  | SMK      | THIP     | UBE      |        |
| BE8                          | DCC     | HANA     | LANNA    | OCC     | PTTGC  | SMPC     | THRE     | UBIS     |        |
| BEC                          | DELTA   | HARN     | LH       | OGC     | PYLON  | SNC      | THREL    | UEC      |        |
| BEYOND                       | DEMCO   | HEMP     | LHFG     | ORI     | Q-CON  | SNP      | TIDLOR   | UKEM     |        |
| N/A                          |         |          |          |         |        |          |          |          |        |
| 3K-BAT                       | BH      | CSP      | HPF      | M-CHAI  | MACO   | ONEE     | SABUY    | STGT     | TPRIME |
| A                            | BIG     | CSR      | HTECH    | MCS     | MAJOR  | OR       | SAFARI   | STHAI    | TQM    |
| AAI                          | BIOTEC  | CSS      | HUMAN    | MDX     | MANRIN | OSP      | SAK      | STI      | TR     |
| AAV                          | BIZ     | CTARAF   | HYDROGEN | MEGA    | MATI   | PACE     | SAM      | STPI     | TRC    |
| ACC                          | BJC     | CTW      | IFEC     | MENA    | MAX    | PAF      | SAMART   | SUC      | TRITN  |
| ACE                          | BJCHI   | CV       | IHL      | METCO   | M-CHAI | PCC      | SAMCO    | SUN      | TRUBB  |
| ACG                          | BKD     | CWT      | III      | MGT     | MCS    | PEACE    | SAMTEL   | SUPER    | TSE    |
| AEONTS                       | BKKCP   | DCON     | ILM      | MICRO   | MDX    | PERM     | SAUCE    | SUPEREIF | TSI    |
| AFC                          | BLAND   | DDD      | IMPACT   | MIDA    | MEGA   | PF       | SAWAD    | SUTHA    | TSR    |
| AGE                          | BLISS   | DIF      | INETREIT | MITSIB  | MENA   | PIN      | SAWANG   | SVOA     | TTI    |
| AH                           | BOFFICE | DMT      | INGRS    | MJD     | METCO  | PLE      | SCAP     | SVT      | TTLPF  |
| AHC                          | BR      | DOHOME   | INOX     | MK      | MICRO  | PLUS     | SCI      | SYNEX    | TTT    |
| AIMCG                        | BRI     | DREIT    | INSET    | ML      | MIDA   | PMTA     | SCP      | TC       | TTW    |
| AIMIRT                       | BROCK   | DTCENT   | IT       | MODERN  | M-II   | POLAR    | SDC      | TCC      | TU-PF  |
| AIT                          | BRRGIF  | DTCI     | ITC      | MORE    | MIPF   | POLY     | SEAFCO   | 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     | TFIF     | 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 | TNPC     | WORK   |
| BAREIT                       | CPNCG   | GRAMMY   | LOXLEY   | LHPF    | 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   | S11      | STEC     | TPIPP    |        |
| BEM                          | CRC     | HFT      | MAX      | LUXF    | OISHI  | SA       | STECH    | TPOLY    |        |

Source : Thai Institute of Directors

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

- ได้ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC