

TRUE Corp (TRUE TB)

คาดการณ์หุ้นหลักลดลงในช่วงไตรมาส 2-4Q66

คงแนะนำ “ซื้อ” เนื่องจากคาดว่าผลการดำเนินงานรายไตรมาสจะดีขึ้น และราคาหุ้นน่าสนใจ

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” หุ้น TRUE เนื่องจาก 1) ผลประกอบการรายไตรมาสเริ่มดีขึ้น และ 2) ราคาหุ้นอยู่ในระดับที่น่าสนใจ (เช่น EV/EBITDA ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีในอดีตถึง 19%) โดย TRUE จะรายงานผลประกอบการไตรมาส 2/66 ในวันที่ 27 ก.ค. และเราคาดการณ์ผลขาดทุนสุทธิหลักจะลดลงจาก 1.5 พันล้านบาทในไตรมาส 1/66 เป็น 1.3 พันล้านบาทในไตรมาส 2/66 เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานด้านโครงข่าย (network opex) ลดลง หลังจากนั้น ARPU ที่ฟื้นตัวและการประหยัดต้นทุนจะช่วยหนุนให้ผลขาดทุนสุทธิหลักในไตรมาส 3-4/66 ลดลงต่อเนื่อง ปัจจัยบวกที่มีแนวโน้มหนุนราคาหุ้น คือ การประกาศเป้าหมายการสร้างมูลค่า synergy อย่างเป็นทางการ หลังประกาศผลประกอบการไตรมาส 2/66

คาดผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 2/66 ลดลงเหลือ 1.3 พันล้านบาท

เราประเมินผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 2/66 ที่ 1.3 พันล้านบาท (เทียบกับกำไรสุทธิ 941 ล้านบาทในไตรมาส 2/65 และขาดทุนสุทธิ 1.5 พันล้านบาทในไตรมาส 1/66) ลดลงเล็กน้อย QoQ เนื่องจากรายได้ทรงตัวและ opex ด้านโครงข่ายและต้นทุนบริการอื่นๆ ลดลงเล็กน้อย (-1.5% QoQ) ทั้งนี้ เราคาดว่า opex ด้านโครงข่ายน่าจะลดลง QoQ เนื่องจากรัฐบาลลดอัตราค่าไฟฟ้าในเดือน พ.ค.66 เราคาดการณ์รายได้จากบริการหลักในไตรมาส 2/66 ที่ 3.9 หมื่นล้านบาท (-2.2% YoY, +0.1% QoQ) ซึ่ง 80% มาจากธุรกิจมือถือ

ผลขาดทุนหลักน่าจะลดลงอีกในช่วง 3-4Q66

เราคาดผลขาดทุนสุทธิหลักรายไตรมาสจะลดลงอีกใน 3-4Q66 จากการฟื้นตัวของ ARPU ในธุรกิจบริการมือถือและค่าใช้จ่าย SG&A ที่ลดลง (เช่น ค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าใช้จ่ายทางการตลาด) โดย TRUE พุ่งมบค่อนข้างมากในประชาสัมพันธน์เรื่องการควบรวมกิจการในช่วงเดือน มี.ค.-พ.ค.66 ที่ผ่านมา ซึ่งแคมเปญการตลาดลักษณะนี้น่าจะหมดไปเมื่อเราเข้าสู่ครึ่งปีหลัง

เรามองดาวนี้ชัดต่อราคาหุ้นจำกัด

เรามองว่าขณะนี้ ราคาหุ้น TRUE อยู่ในระดับที่น่าสนใจ โดยอิงจากตัวบ่งชี้สองตัว คือ 1) ราคาหุ้นที่ 6.15 บาทสะท้อนส่วนลด 2% จากระดับราคาก่อนการประกาศควบรวมกิจการ (หลังราคาถูกปรับด้วย swap ratio) 2) TRUE ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 66 ที่ 7.9 เท่า (ตามหลักการบัญชีก่อน TFRS16) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี 1-year-forward EV/EBITDA ของ TRUEE ก่อนการประกาศควบรวมกิจการอย่างเป็นทางการ ณ วันที่ 22 พ.ย. 64 ถึง 19% เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายอิง DCF ที่ 7.6 บาท (5.3% WACC, 2.0% TG)

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	224,091	215,070	215,914	220,333	225,558
EBITDA	87,027	81,944	79,443	82,805	88,036
Core net profit	9,609	(117)	(4,618)	(2,118)	518
Core EPS (THB)	0.28	(0.00)	(0.13)	(0.06)	0.01
Core EPS growth (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Net DPS (THB)	0.21	0.13	0.00	0.00	0.01
Core P/E (x)	17.2	nm	nm	nm	410.2
P/BV (x)	1.5	1.7	7.0	7.3	7.8
Net dividend yield (%)	4.4	2.6	0.0	0.0	0.1
ROAE (%)	11.4	(5.6)	(7.2)	(7.1)	1.8
ROAA (%)	1.4	(0.0)	(0.6)	(0.3)	0.1
EV/EBITDA (x)	5.7	6.4	7.2	7.0	6.6
Net gearing (%) (incl perps)	200.8	252.9	848.6	944.0	nm
Consensus net profit	-	-	(517)	3,454	7,790
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(792.9)	(161.3)	(93.4)

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

BUY

Share Price	THB 6.15
12m Price Target	THB 7.60 (+24%)
Previous Price Target	THB 7.60

Company Description

TRUE, a merger of TRUEE and DTAC, is the largest telecom operator in Thailand with 49.8m mobile subscribers and 5m FBB subscribers as of end-2022.

Statistics

52w high/low (THB)	8.60/4.50
3m avg turnover (USDm)	15.0
Free float (%)	73.6
Issued shares (m)	34,552
Market capitalisation	THB212.5B USD6.0B

Major shareholders:

Telenor Asia	19.6%
Citrine Global and Citrine Venture SG	17.1%
Thai NVDR	10.0%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(7)	(28)	30
Relative to index (%)	(4)	(23)	37

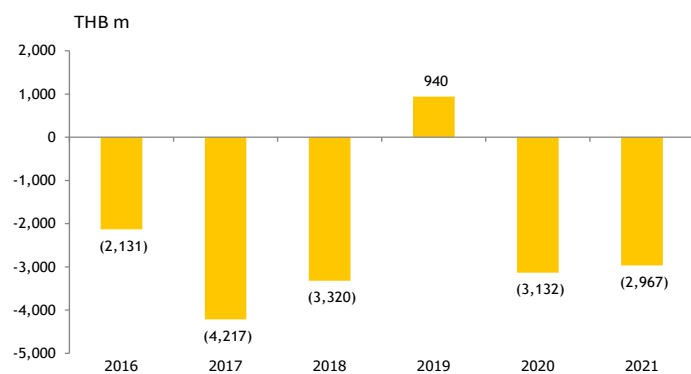
Source: FactSet

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 post-paid 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)

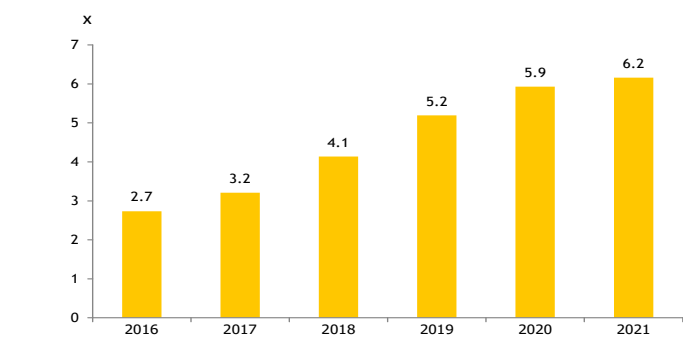


Source: Company

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.

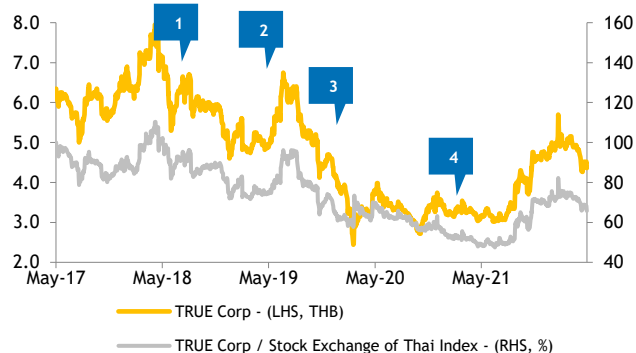
Net-debt-to-EBITDA ratio (pre-TFRS16 accounting)



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



Source: Company, MST

1. TRUE's gains in mobile revenue market share began to stall as the company started reducing its handset subsidies.
2. 1H19 was a period of easing mobile competition and healthy QoQ mobile revenue growth for the industry.
3. Low-end fixed-speed unlimited data plans in the prepaid market started emerging in 3Q-4Q19 causing ARPU and revenue to suffer.
4. Covid-19 outbreak and intense competition kept share price low.
5. In Nov 2021, TRUE and DTAC officially announced that they were planning to merge.

Swing Factors

Upside

- Easing of mobile competition.

Downside

- Recession.
- Higher-than-expected costs related to post-merger integration.

Risk Rating & Score ¹	26.6 Medium Risk
Score Momentum ²	0.0
Last Updated	15 Aug 2022
Controversy Score ³ (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 tonCO₂e per THB1m of service revenue. Then, the GHG emission intensity dropped from 3.44 tonCO₂e per THB1m of revenue in 2020 to 2.8 tonCO₂e 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 over 85% of Thai population at the end of 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, only two are 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 was launched covering three years 2020-2022. The terms were 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.

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

Quantitative Parameters (Score: 44)						
	Particulars	Unit	2019	2020	2021	ADVANC TB (2021)
E	Scope 1	m tCO ₂ e	17,199.48	13,768.00	10,566.00	8,931
	Scope 2	m tCO ₂ e	435,418.52	403,740.00	326,623.00	636,390
	Total	m tCO₂e	452,618	417,508	337,189	645,321
	Scope 3	m tCO ₂ e	6,213	580	370	NA
	Total	m tCO₂e	458,831	418,088	337,559	NA
	Scope 1 & 2 emission intensity	tCO ₂ e/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?	<i>Yes - as of FY21, it has an established framework and a working sustainability committee that reports quarterly to the Board.</i>
b) is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?	<i>Yes - in FY21, sustainability KPIs were introduced in top management performance appraisals.</i>
c) Does the company follow the task force of climate related disclosures (TCFD) framework for ESG reporting?	<i>Yes</i>
e) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions - which parameters are captured?	<i>Yes - purchased goods and services (Cat. I) and use of sold products (Cat. II); calculated using Simplified IPCC Tier 1 method.</i>
f) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>It has a framework to reduce 20%/80% of emissions by 2030/40 based on the 2020 baseline, in line with its 2050 NCZE aspiration. It conducted a feasibility study with a private firm to turn non-recyclable plastic waste into crude naphtha and also invested MYR40m in a plant that produces Bio-MEG from palm biomass. To reduce air emissions, it utilises UHPM fuel cell applications (24% lower CO₂ emissions) while for water mgmt, it deployed mobile reverse osmosis tech to reduce raw water consumption by 16% and has invested MYR3m in an automated water quality management system powered by renewable energy.</i>
g) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	<i>Yes</i>

Target (Score: 100)			
Particulars	Target	Achieved	
Carbon-neutral (zero carbon emission of TRUE's operation scope 1 and 2) by 2030 (unit: m tCO ₂ e)	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
Total			68

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. Expect 2Q23E core net loss to ease to THB1.3b

1.1 Stable revenue and lower network opex

We forecast a 2Q23E net loss of THB1.8b, which includes estimated integration costs of THB500m. Excluding extraordinary items, 2Q23E core net loss should be THB1.3b (vs core profit of THB941m in 2Q22 and core loss of THB1.5b in 1Q23). We forecast core loss to narrow slightly QoQ thanks to flat revenue and a slight decline in network opex and other cost of services (-1.5% QoQ). Network opex should drop QoQ due to a downward revision in electricity tariffs in May 2023.

Fig 1: We forecast 2Q23E core net loss of THB1.3b (vs core profit of THB941m in 2Q22 and core loss of THB1.5b in 1Q23)

THB m	2Q22	1Q23	2Q23E	YoY	QoQ	2022	2023E	YoY	1H23E as of % of FY23E
Revenue from mobile unit	32,252	31,142	31,142	-3.4%	0.0%	123,334	124,828	1.2%	49.9%
Revenue from broadband Internet	5,710	5,628	5,628	-1.4%	0.0%	22,248	22,367	0.5%	50.3%
Revenue from pay-TV unit	1,589	1,667	1,700	7.0%	2.0%	6,680	6,269	-6.1%	53.7%
Other revenue	362	549	549	51.7%	0.0%	7,566	7,566	0.0%	14.5%
Service revenue ex. IC	39,913	38,986	39,019	-2.2%	0.1%	159,828	161,030	0.8%	48.4%
IC revenue	608	1,549	1,549	154.8%	0.0%	1,841	1,841	0.0%	168.3%
Service revenue	40,521	40,535	40,568	0.1%	0.1%	161,669	162,871	0.7%	49.8%
Product sale	6,666	5,740	5,500	-17.5%	-4.2%	30,080	30,982	3.0%	36.3%
Network rental income	6,828	5,188	5,100	-25.3%	-1.7%	23,321	22,061	-5.4%	46.6%
Total revenue	54,015	51,463	51,168	-5.3%	-0.6%	215,070	215,914	0.4%	47.5%
Regulatory cost	(197)	(1,070)	(1,054)	434.8%	-1.5%	(4,016)	(4,046)	0.8%	52.5%
Network opex and other costs of services	(16,269)	(16,794)	(16,544)	1.7%	-1.5%	(63,339)	(65,495)	3.4%	50.9%
IC cost	(646)	(392)	(392)	-39.3%	0.0%	(1,985)	(1,985)	0.0%	39.5%
Cost of sales	(7,096)	(6,000)	(5,700)	-19.7%	-5.0%	(31,742)	(32,377)	2.0%	36.1%
SG&A exp	(8,306)	(7,917)	(7,917)	-4.7%	0.0%	(32,044)	(32,568)	1.6%	48.6%
EBITDA	22,209	19,453	19,479	-12.3%	0.1%	81,944	79,443	-3.1%	49.0%
EBITDA margin	41.1%	37.8%	38.1%	-7.4%	0.7%	38.1%	36.8%	-3.4%	NA
D&A exp	(15,870)	(16,169)	(16,169)	1.9%	0.0%	(63,540)	(66,506)	4.7%	48.6%
Operating profit	5,631	3,121	3,310	-41.2%	6.0%	18,404	12,937	-29.7%	49.7%
Interest exp	(4,775)	(5,427)	(5,427)	13.7%	0.0%	(20,135)	(20,767)	3.1%	52.3%
Tax charge	(300)	(264)	(264)	-12.0%	0.0%	(1,399)	-	-100.0%	NA
Share of profit from associates	1,140	716	716	-37.2%	0.0%	2,426	3,307	36.3%	43.3%
Other income (exp)	1,461	1,362	(153)	-110.5%	-111.2%	(1,263)	2,648	-309.7%	45.7%
Core net profit	941	(1,507)	(1,318)	-240.0%	-12.5%	(117)	(4,638)	3862.8%	60.9%
Non-recurring item	1,615	1,015	(500)	-131.0%	-149.3%	(5,797)	-	-100.0%	NA
Net profit to shareholders of the company	2,556	(492)	(1,818)	-171.1%	269.5%	(5,914)	(4,638)	-21.6%	49.8%
Profitability ratios									
Gross margin - service revenue ex. IC	58.7%	54.2%	54.9%			57.9%	56.8%		
Gross margin - product sale	-6.5%	-4.5%	-3.6%			-5.5%	-4.5%		
EBITDA margin, based on total revenue	41.1%	37.8%	38.1%			38.1%	36.8%		
SG&A to revenue	-15.4%	-15.4%	-15.5%			-14.9%	-15.1%		
Core net margin	1.7%	-2.9%	-2.6%			-0.1%	-2.1%		
Net margin	6.3%	-1.2%	-4.5%			-3.7%	-2.8%		

Source: Company, MST

1.2 Expect core service revenue to be flat QoQ

We forecast 2Q23E core service revenue of THB39b (-2.2% YoY, +0.1% QoQ), of which THB31b should be from mobile business (-3.4% YoY, flat QoQ). On a QoQ basis, we expect mobile ARPU decrease of 1.1% to offset the addition of 600k subscribers, resulting in flat mobile revenue QoQ. We forecast mobile ARPU of THB201/month in 2Q23E (-2.5% YoY, -1.1% QoQ). As mobile packages are valid for 6-12 months, we expect the easing price competition during 1Q23 to be reflected in ARPU recovery from 3Q23E onwards.

Following a 1% QoQ decline in 1Q23, fixed-broadband (FBB) revenue should be flat QoQ thanks to easing competition; FBB operators have removed the

THB299/month plans from the market, and the cheapest plan now starts at THB500/month. We forecast pay-TV revenue to rise 2% QoQ due to the end of the English Premier League (2022-23 season) on 28 May 2023.

2. Core net loss to narrow further in 3-4Q23E

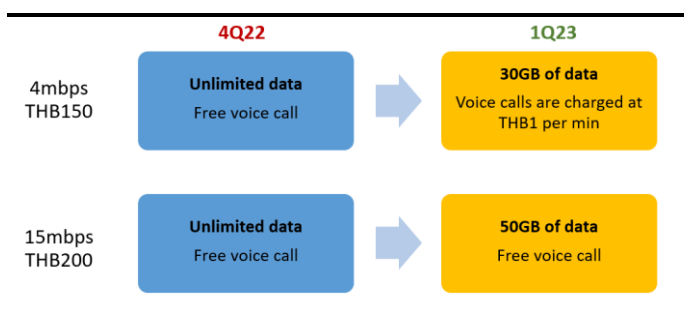
2.1 Estimate quarterly core net loss of THB900m in 3-4Q23E

We forecast quarterly core net loss to narrow down to c.TH900m per quarter in 3-4Q23E on the back of mobile ARPU recovery and decreases in SG&A expenses (i.e. staff costs and marketing expenses). TRUE has spent large sums of money to publicise the merger completion during Mar-May 2023; this category of marketing campaign should fade as we enter 2H23E.

2.2 Mobile ARPU recovery to start in 3Q23E

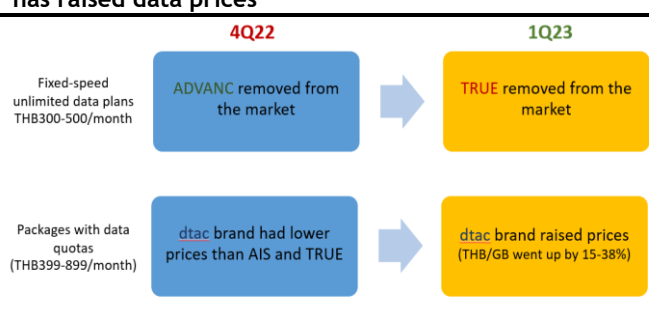
The industry's mobile APPU should stabilise in 2Q23E before rising from 3Q23E onwards thanks to improving consumer purchasing power and easing competition. The dtac brand raised prices per GB for its postpaid packages for new customers by 15-38% right after merger completion in early Mar. The price increases for postpaid packages (Mar 2023) and removal of prepaid packages (Feb 2023) with unlimited data should help support ARPU uplifts in 3Q23E.

Fig 2: In the prepaid market, mobile operators have applied data quota on fixed-speed data plans in 1Q23



Source: Company, MST

Fig 3: In the post-paid market, mobile operators stopped selling fixed-speed unlimited data plans, and dtac brand has raised data prices



Source: Company, MST

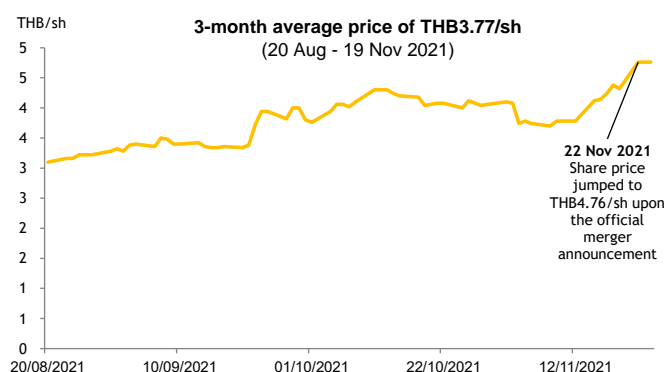
3. Valuation and recommendation

3.1 Limited downside to the share price, in our view

We believe TRUE is trading at an attractive valuation, based on two indicators. Firstly, the share price of THB6.15 implies 2% discount to pre-merger-announcement price level (adjusted for share swap). Secondly, TRUE is trading at FY23E EV/EBITDA of 7.9x (pre-TFRS16 accounting), 19% below the 5-year mean of TRUEE's 1-year-forward EV/EBITDA prior to the official merger announcement on 22 Nov 2021. TRUEE's 5-year mean EV/EBITDA from 22 Nov 2016 to 19 Nov 2021 was 9.7x (see Fig 6).

We have a BUY call on TRUE with a DCF-based TP of THB7.6 (5.3% WACC, 2.0% TG).

Fig 4: Before the official merger announcement, the old TRUE had a 3-month average price of THB3.77/sh



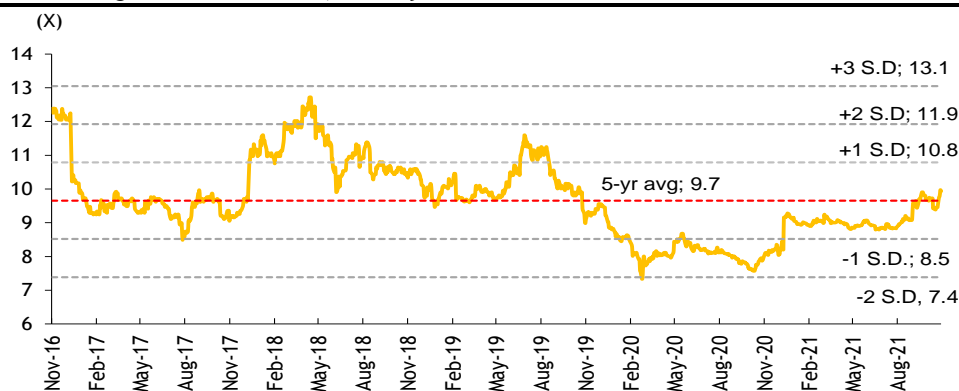
Source: Bloomberg, Company, MST

Fig 5: We have arrived at pre-merger-announcement share price level of THB6.29 per new TRUE share

	Remark
3-month average market price of old TRUE prior to the official merger announcement (THB per old TRUE share)	3.77 (1)
Swap ratio for old TRUE shares (# of New Co shares)	0.60018 (2)
Pre-merger-announcement price (THB per new TRUE share)	6.29 (1) / (2)

Source: Company, MST

Fig 6: Based on TRUEE's 1-year-forward EV/EBITDA band (pre-TFRS16 accounting) prior to the merger announcement, the 5-year mean was 9.7x



Source: Bloomberg, Company, MST

3.2 Three cost synergies and one revenue synergy

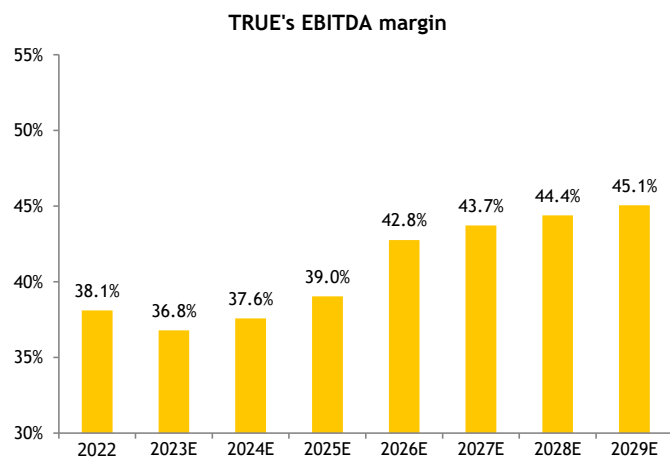
During the analyst meeting on 11 May 2023, TRUE's co-CFO Nakul Sehgal mentioned four possible sources of cost synergies for the New Co, including i) elimination of overlapping network sites, ii) lower network capex, iii) elimination of overlapping opex, iv) revenue synergy (i.e. selling TRUE's non-mobile offerings to dtac mobile subscribers). We expect quantifiable details of the potential synergies from the management 1-2 months from now after the company announces 2Q23 results on 27 Jul.

Three cost synergies explained

First, dismantling overlapping network sites should lead to cost savings in terms of lower land leases. Second, TRUE should spend less on network capex than TRUEE and DTAC separately thanks to network sharing between the two consumer brands and cheaper network procurement. Cheaper procurement will likely stem from i) higher bargaining power from larger scale, and ii) flexibility of choice (TRUE can choose to buy equipment from China Mobile's suppliers or Telenor's suppliers). Third, TRUE can reduce budgets related to marketing (True Move H and dtac are no longer competitors), IT (sharing of IT infrastructure) and retail footprints (shops with low foot traffic can be closed down).

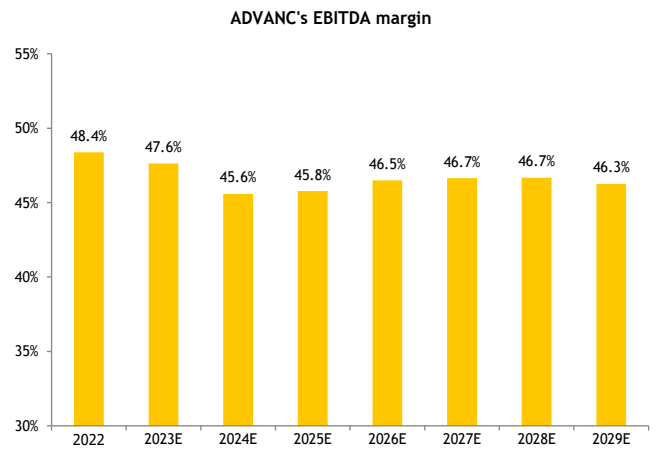
The co-CFO has hinted that synergies should start showing in year 2 (FY24E) before fully materialising toward the end of year 3 (FY25E).

Fig 7: TRUE's EBITDA margin



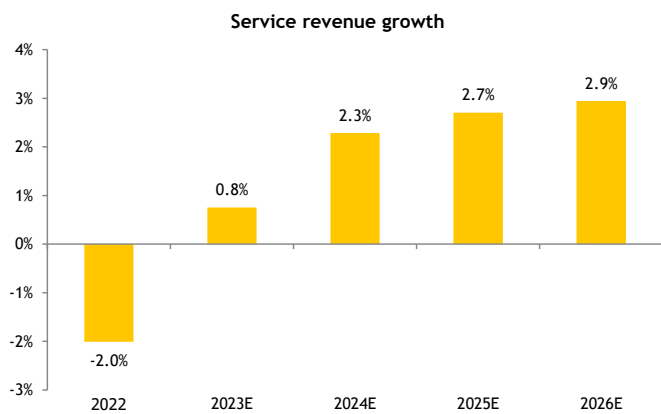
Source: Company, MST

Fig 8: ADVANC's EBITDA margin



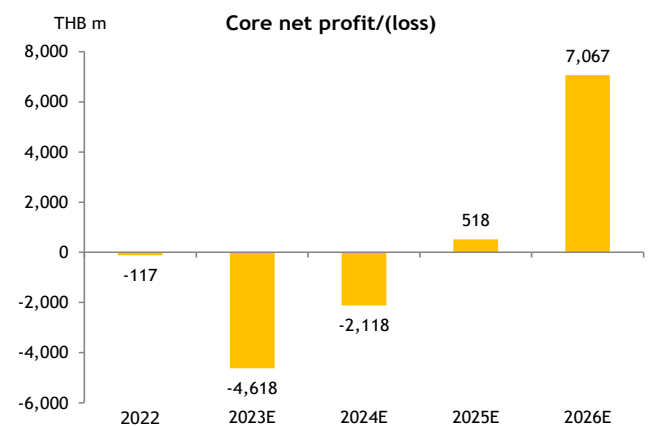
Source: Company, MST

Fig 9: TRUE's core service revenue growth



Source: Company, MST

Fig 10: TRUE's core net profit/(loss)



Source: Company, MST

Fig 11: We have a DCF-based TP of THB7.60 for TRUE (5.3% WACC, 2.0% TG)

Unit: THB m	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	
Cashflow from operating activities	68,244	61,876	67,793	75,321	78,372	83,243	87,563	
Principal repayment for lease liabilities	- 19,349	- 18,917	- 18,569	- 18,841	- 19,126	- 19,424	- 19,735	
Net cashflow from operating activities	48,894	42,959	49,224	56,480	59,246	63,819	67,828	
CAPEX								
PPE	- 37,234	- 35,259	- 33,284	- 30,768	- 30,766	- 30,721	- 30,333	
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)	- 7,904	- 7,866	- 7,829	- 7,800	- 7,800	- 7,800	- 7,800	
Total capex	- 52,451	- 53,119	- 52,894	- 48,562	- 48,559	- 44,718	- 47,012	
FCFF	- 3,557	10,160	3,670	7,918	10,687	19,101	20,816	Terminal value
								633,053
Present value of FCFF	-	9,649	3,311	6,784	8,697	14,762	15,280	464,687
Sum of PV of FCFF		497,250						
Net debt at end-FY23E		261,555						
Equity value		235,695						
20.56% stake in DIF (after 10% discount)		26,952						
Equity value of New Co plus 20.56% stake in DIF		262,646						
# of shares		34,552						
New Co's fair value (THB per New Co share)		7.60						
TRUE's market price (THB/sh)		6.15						
Upside/(downside) to TP		23.6%						
					WACC	5.3%		
					Terminal grow	2.0%		

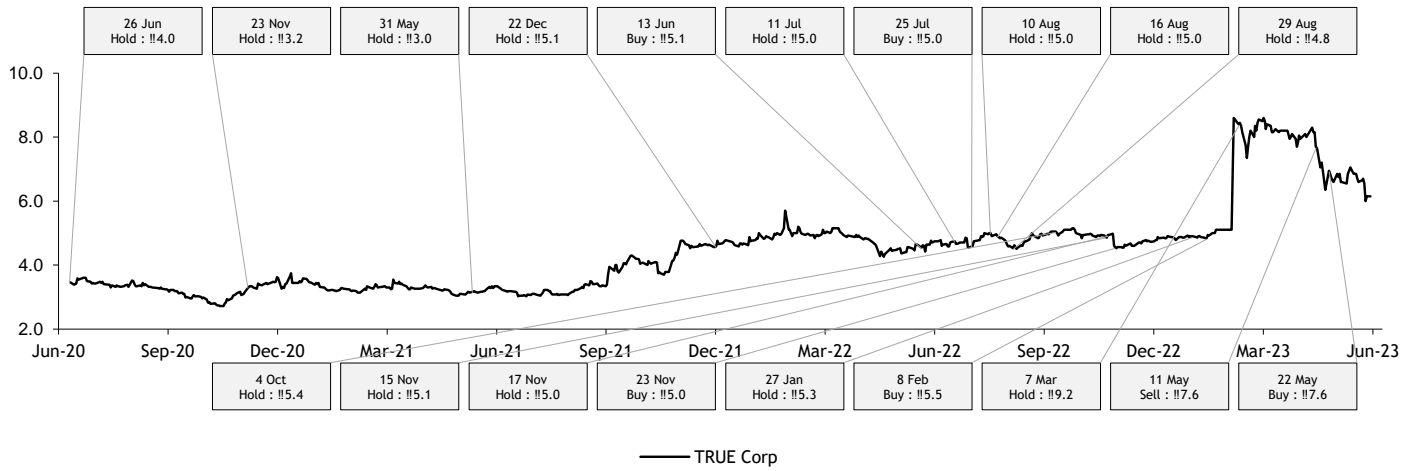
Source: Company, MST

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	10.9	nm	nm	nm	410.2
Core P/E (x)	17.2	nm	nm	nm	410.2
P/BV (x)	1.5	1.7	7.0	7.3	7.8
P/NTA (x)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Net dividend yield (%)	4.4	2.6	0.0	0.0	0.1
FCF yield (%)	14.8	18.1	24.4	22.1	25.7
EV/EBITDA (x)	5.7	6.4	7.2	7.0	6.6
EV/EBIT (x)	17.4	28.5	44.2	38.5	33.4
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	224,091.0	215,070.0	215,914.0	220,332.8	225,557.9
EBITDA	87,027.0	81,944.0	79,443.3	82,804.7	88,036.2
Depreciation	(58,344.0)	(63,540.0)	(66,506.3)	(67,763.9)	(70,663.6)
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	28,683.0	18,404.0	12,937.0	15,040.7	17,372.6
Net interest income / (exp)	(22,173.0)	(23,003.0)	(23,529.3)	(23,099.0)	(22,765.1)
Associates & JV	3,672.0	2,426.0	3,326.2	3,292.7	3,262.5
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	2,067.0	(2,233.0)	2,648.0	2,648.0	2,648.0
Pretax profit	12,249.0	(4,406.0)	(4,618.1)	(2,117.5)	518.0
Income tax	(976.0)	(1,399.0)	0.0	0.0	0.0
Minorities	(93.0)	(109.0)	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	11,180.0	(5,914.0)	(4,618.1)	(2,117.5)	518.0
Core net profit	9,608.6	(117.0)	(4,618.1)	(2,117.5)	518.0
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	25,539.0	32,662.4	23,981.5	24,815.5	23,141.6
Accounts receivable	63,206.4	59,422.1	57,712.6	58,893.7	60,290.3
Inventory	2,680.5	2,323.5	2,519.2	2,569.9	2,634.2
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	209,825.1	223,956.3	230,247.8	232,694.7	231,886.8
Intangible assets	170,425.5	158,518.9	148,138.2	137,741.3	143,463.4
Investment in Associates & JVs	24,721.9	21,929.2	23,080.1	24,245.2	25,340.3
Other assets	305,747.9	294,879.7	284,750.4	276,307.5	268,103.3
Total assets	802,146.3	793,692.3	770,429.7	757,267.8	754,859.9
ST interest bearing debt	5,999.5	20,954.1	16,000.0	16,000.0	16,000.0
Accounts payable	125,640.8	116,581.8	122,539.9	125,315.7	125,020.8
LT interest bearing debt	243,274.5	261,913.4	270,000.0	287,000.0	295,000.0
Other liabilities	315,787.0	295,301.0	331,015.0	299,484.0	291,315.0
Total Liabilities	690,701.8	694,750.3	739,554.9	727,799.8	727,336.1
Shareholders Equity	110,988.3	98,517.4	30,450.2	29,043.4	27,099.2
Minority Interest	456.1	424.6	424.6	424.6	424.6
Total shareholder equity	111,444.4	98,942.0	30,874.8	29,468.0	27,523.8
Total liabilities and equity	802,146.3	793,692.3	770,429.7	757,267.8	754,859.9
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	12,249.0	(4,406.0)	(4,618.1)	(2,117.5)	518.0
Depreciation & amortisation	58,344.0	63,540.0	66,506.3	67,763.9	70,663.6
Adj net interest (income)/exp	21,322.7	21,609.0	22,774.3	22,344.0	22,010.1
Change in working capital	(11,270.3)	(5,100.4)	7,674.4	(2,384.8)	(1,937.8)
Cash taxes paid	(3,182.5)	(3,911.5)	0.0	0.0	0.0
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	79,963.2	81,655.4	89,010.7	82,312.9	87,991.3
Capex	(55,593.4)	(51,372.6)	(37,234.3)	(35,259.0)	(33,284.2)
Free cash flow	24,369.8	30,282.8	51,776.4	47,053.9	54,707.2
Dividends paid	(9,839.4)	(6,832.7)	(2,336.0)	0.0	0.0
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	39,550.7	37,858.4	(6,867.5)	7,000.0	(2,000.0)
Other invest/financing cash flow	(60,940.4)	(54,432.2)	(51,253.8)	(53,219.9)	(54,381.1)
Effect of exch rate changes	14.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	(6,845.4)	6,876.2	(8,680.9)	834.0	(1,673.9)

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	62.1	(4.0)	0.4	2.0	2.4
EBITDA growth	65.3	(5.8)	(3.1)	4.2	6.3
EBIT growth	169.4	(35.8)	(29.7)	16.3	15.5
Pretax growth	1,197.6	nm	nm	nm	nm
Reported net profit growth	966.8	nm	nm	nm	nm
Core net profit growth	nm	nm	nm	nm	nm
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	38.8	38.1	36.8	37.6	39.0
EBIT margin	12.8	8.6	6.0	6.8	7.7
Pretax profit margin	5.5	nm	nm	nm	0.2
Payout ratio	65.4	nm	0.0	0.0	50.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	5.0	nm	nm	nm	0.2
Revenue/Assets (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Assets/Equity (x)	7.2	8.1	25.3	26.1	27.9
ROAE (%)	11.4	(5.6)	(7.2)	(7.1)	1.8
ROAA (%)	1.4	(0.0)	(0.6)	(0.3)	0.1
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	(154.2)	(174.5)	(166.3)	(174.8)	(170.7)
Days receivable outstanding	86.9	102.6	97.7	95.3	95.1
Days inventory outstanding	8.3	5.8	5.5	5.7	5.6
Days payables outstanding	249.3	283.0	269.4	275.7	271.5
Dividend cover (x)	1.5	(1.4)	nm	nm	2.0
Current ratio (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
Net gearing (%) (incl perps)	200.8	252.9	848.6	944.0	nm
Net gearing (%) (excl. perps)	200.8	252.9	848.6	944.0	nm
Net interest cover (x)	1.3	0.8	0.5	0.7	0.8
Debt/EBITDA (x)	2.9	3.5	3.6	3.7	3.5
Capex/revenue (%)	24.8	23.9	17.2	16.0	14.8
Net debt/ (net cash)	223,735.0	250,205.1	262,018.5	278,184.5	287,858.4

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 ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของคุณภาพแม่นยำ 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 กับผู้ถือหลักทรัพย์นั้น 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 การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (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

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงเกี่ยวกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นผู้เปิดเผย 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 หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ 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 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 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 อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 27 มิถุนายน 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 การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: ณ วันที่ 27 มิถุนายน 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

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

Applicability of Ratings

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

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

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	BU	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	LALIN	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

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC