

Central Pattana (CPN TB)

คาดการณ์ได้จากค่าปลีกและที่อยู่อาศัยโต แกร่งใน 3Q66

คำแนะนำ ซื้อ จากแนวโน้มกำไรที่แข็งแกร่งและราคาที่ถูก

เรายังคงคำแนะนำซื้อ CPN เนื่องจาก 1) แนวโน้มกำไร 3Q66 และปี 67 เติบโตแข็งแกร่ง และ 2) ราคาหุ้นอยู่ในระดับที่น่าสนใจ (PE ปี 67 ที่ 18 เท่า หรือต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีของ PE ล่วงหน้า 1 ปีอยู่ 2 SD) เราคาดการณ์กำไรหลัก 3Q66 ที่ 4.0 พันล้านบาท (+39% YoY, +8% QoQ) จากรายได้ค้าปลีก โรงแรม และที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้น ราคาเป้าหมายอิง DCF ของเรายังคงไม่เปลี่ยนแปลงที่ 75.0 บาท (WACC 6.9%, Terminal Growth 2.9%) ปัจจัยบวกที่จะหนุนราคาหุ้นได้แก่ consensus ปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น ทั้งนี้ CPN จะประกาศผลประกอบการ 3Q66 ในวันที่ 13 พ.ย.

คาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q66 เติบโต 39% YoY และ 8% QoQ

เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q66 ที่ 4.0 พันล้านบาท (+39% YoY, +8% QoQ) จากรายได้ 1.18 หมื่นล้านบาท (+31% YoY, +9% QoQ) โดยการเติบโตของรายได้ YoY ได้รับแรงหนุนจากส่วนลดค่าเช่าในศูนย์การค้าที่ลดลงจาก 11% ในไตรมาส 3/65 เป็น 3% ในไตรมาส 3/66 ส่วนปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโต QoQ ได้แก่ 1) รายได้ค่าเช่าและบริการเพิ่มขึ้น 1% 2) รายได้โรงแรมเพิ่มขึ้น 5% (ห้องพักและอัตราการใช้ห้องพักเพิ่มขึ้น) และ 3) ยอดโอนที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้น 86% โดยรายได้จากที่อยู่อาศัยที่เพิ่มขึ้นอย่างมากมาจากคอนโดสร้างเสร็จ 2 โครงการในเดือนพฤษภาคม-มิถุนายน 2566 (มูลค่าโครงการ 1.9 พันล้านบาท) และอีก 2 โครงการในไตรมาส 3/66 (มูลค่าโครงการ 3.0 พันล้านบาท)

คาดปี 67 กำไรโตแกร่งจากรุกค้าปลีกและโรงแรม

เราคาดการณ์การเติบโตของกำไรหลักต่อหุ้นปี 66 ที่ 33% ขณะที่ในปี 67 กำไรหลักต่อหุ้นน่าจะยังเติบโตได้ 10% จากการเติบโตของรายได้ค้าปลีกที่ 9% โดยรายได้จากการค้าปลีกที่เพิ่มขึ้น (83% ของรายได้ในปี 67) มีแนวโน้มว่าจะมาจากการเติบโตของพื้นที่เช่าที่ 4% (จะมีการเปิดศูนย์การค้าใหม่ 4 แห่งตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 66 ถึง 4Q67) และอัตราค่าเช่าที่เพิ่มขึ้น 6% นอกจากนี้ รายได้โรงแรมที่เพิ่มขึ้น 73% (6% ของรายได้ปี 67) น่าจะได้รับแรงหนุนจากจำนวนห้องพักที่เพิ่มขึ้น 93%/64% ในปี 66/67

คาดว่าตลาดจะปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เราคาดว่าตลาดจะปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลักต่อหุ้นปี 66 ขึ้น 11% หลังประกาศผลประกอบการ 3Q66 ซึ่งน่าจะเห็นยอดโอนที่อยู่อาศัย (+203% YoY, +86% QoQ) และรายได้โรงแรม (+53% YoY, +5% QoQ) เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งในไตรมาสดังกล่าว ประมาณการกำไรต่อปี 66 จาก Bloomberg consensus บ่งชี้ว่ากำไรสุทธิจะลดลง 16% HoH ใน 2H66 ซึ่งเรามองว่าเป็นการมองโลกในแง่ร้ายเกินไป เนื่องจากรายได้ของ CPN ยังมีแนวโน้มเติบโต QoQ ต่อเนื่องใน 3-4Q66

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	24,840	35,575	44,485	47,521	52,182
EBITDA	14,188	20,988	25,480	28,007	29,382
Core net profit	4,712	10,594	14,073	15,437	16,650
Core EPS (THB)	1.05	2.36	3.14	3.44	3.71
Core EPS growth (%)	(35.0)	124.8	32.8	9.7	7.9
Net DPS (THB)	0.60	1.15	1.41	1.55	1.67
Core P/E (x)	53.8	30.1	19.6	17.9	16.6
P/BV (x)	3.5	3.9	3.0	2.7	2.5
Net dividend yield (%)	1.1	1.6	2.3	2.5	2.7
ROAE (%)	10.1	13.9	16.2	15.9	15.7
ROAA (%)	1.9	4.0	5.0	5.2	5.5
EV/EBITDA (x)	23.8	19.1	14.2	12.9	12.0
Net gearing (%) (incl perps)	91.0	82.2	76.7	69.3	57.0
Consensus net profit	-	-	12,718	14,250	15,473
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	10.7	8.3	7.6

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

BUY

Share Price THB 61.50
12m Price Target THB 75.00 (+22%)
Previous Price Target THB 75.00

Company Description

CPN is Thailand's largest developer of shopping malls. It also develops offices, hotels and residential projects.

Statistics

52w high/low (THB)	74.75/61.00
3m avg turnover (USDm)	11.5
Free float (%)	62.8
Issued shares (m)	4,488
Market capitalisation	THB276.0B USD7.6B

Major shareholders:

CENTRAL HOLDING CO., LTD.	26.2%
THAI NVDR CO., LTD.	7.9%
STATE STREET EUROPE LTD	2.6%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(5)	(8)	(10)
Relative to index (%)	2	2	4

Source: FactSet

Terms defined

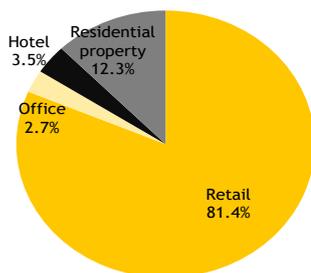
NLA - net leasable area

Value Proposition

- CPN is the leading retail developer in Thailand with 22% retail market share based on gross leasable area.
- In 2Q23, Thailand had 4.7 shopping malls per 1m urban population, lower than developed Asian countries' average of 6.1 malls
- The company is becoming a retail-led mixed used developer, by building office, residential projects and hotels around its shopping malls.
- Shopping malls then act as traffic magnets for other assets.
- CPN is a play on consumption recovery in Thailand.

Revenue breakdown (FY23E)

Revenue breakdown in FY23E



Source: Company, MST

Financial Metrics

- Thanks to post-Covid recovery, CPN's same store revenue growth has been in double-digit territory since 2Q22. 2Q23 same store revenue growth was 11%.
- In 2022, its office business had the highest gross margin of 73%, followed by hotel's 70%, retail's 49% and residential property's 33%.
- CPN had 2Q23 net gearing of 0.85x, below the internal policy of 1.0x ceiling and the debt covenant of 1.5x.
- Long-term earnings growth will be driven by: i) retail rental hike; ii) new malls; and iii) hotel expansion.

Same store revenue growth

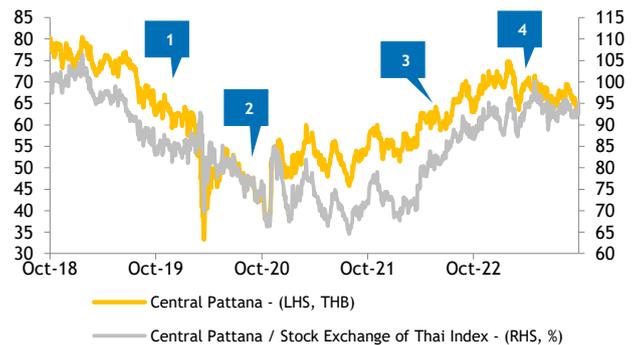
CPN's same store revenue growth



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



Source: Company, MST

1. GDP growth slowdown and weak consumption hurt the stock market.
2. Lockdown and social-distancing measures hurt CPN's performance during waves of Covid-19 outbreak.
3. Thanks to post-Covid recovery, CPN's same store revenue growth turned positive in 2Q22.
4. Retail rental discount has already reached a normalised level of 3-4% in 1H23. Also, tourism recovery has been slower than the street had expected.

Swing Factors

Upside

- Four mixed-use projects in Thailand (Wireless Road, Phahonyothin 24, Siam Square and Rama 9).
- Greenfield projects in Vietnam.

Downside

- Rising office supply in Bangkok, which might lead to weaker-than-expected office revenue.
- Recession.
- Political instability.

Risk Rating & Score ¹	16.1
Score Momentum ²	-0.2
Last Updated	29 Nov 2022
Controversy Score ³ (Updated: 29 Nov 2022)	No Evidence of Controversies

Business Model & Industry Issues

- CPN reports detailed results of ESG measurements. It has also announced clear long-term goals of GHG emission reduction and elimination of corruption problems.
- In 2022, its Scope 1 and 2 GHG emission intensity was 34% lower than its 2019 level. The challenge is further reduction of emission intensity from FY23E onwards when Covid-19 is no longer a threat to opening hours.
- CPN found 20 code of conduct breaches in 2022 as a result of a more thorough auditing. It aims to reduce corruption to zero cases.

Material E issues

- CPN targets to reduce Scope 1 and 2 GHG emission intensity by 30% from the 2019 level and become a net-zero emission organisation by 2050.
- CPN complies with international standards of environmental management (ISO 14001), greenhouse gas management (ISO 14064-1), energy management (ISO 50001), and Leadership in Energy and Environmental Design (LEED).
- In 2022, CPN released Scope 1 and 2 GHG emissions of 241,336 tCO₂e, 24% lower than the 2019 level. Its GHG emission intensity was 61 kgCO₂e per sqm, 34% lower than 2019 level.
- CPN targets to increase the use of recycled water to 20% of total water consumption, up from 6% in 2021-22.

Material S issues

- CPN provides fair and proper treatment of employees in compensation, job assignments, job transfers and competency development. In 2022, CPN provided 390 training courses, up from 339 in 2021 and 310 in 2020.
- It also ensures workplace safety. Number of fatalities as a result of work-related injury has been 0 in 2020-22.
- In 2022, CPN conducted two employee engagement surveys with a 76% engagement score. It also carried out the Employer of Choice plan, including its Build & Buy program, which helped fill 30% of vacant positions through internal recruitment.
- In 2022, employees contributed 26,426 hours of volunteer service, lower than 28,000 hours in 2021 due to closure of some Provincial Vaccination Centers.

Key G metrics and issues

- In 2022, there were 22 people in the top management team; 15 were male, and seven female.
- There were 12 board members, of whom one was an executive director and four were independent directors. Four directors were females. Seven board members were from the Chirathivat family. The average board meeting attendance was 99% in 2022.
- CPN paid THB78m in salaries and provident fund contributions to the top seven executives, which accounted for 0.7% of FY22 net profit. KPMG has been CPN's auditor.
- CPN has communicated its Code of Business Conduct to stakeholders, including employees, contractors/suppliers, subsidiaries and joint ventures.
- The company had no pending legal action related to anti-competitive behaviour. It also had no disputes, litigation or complaints in environmental, social and corporate governance issues.
- In 2022, CPN become stricter about Human Rights Due Diligence. An internal auditing found 20 code of conduct breaches. The company is determined to reduce corruption within the organisation to zero cases.

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: 53)						
	Particulars	Unit	2020	2021	2022	CPALL TB (2022)
E	Scope 1 GHG emissions	tCO2e	6,959	2,662	2,068	435,377
	Scope 2 GHG emissions	tCO2e	248,747	188,937	239,267	1,501,380
	Total	tCO2e	255,706	191,599	241,336	1,936,757
	Scope 3 GHG emissions	tCO2e	417,719	288,585	365,140	13,191,695
	Total	tCO2e	673,425	480,184	606,476	15,128,452
	Scope 1 & 2 CO2 intensity	tCO2e/sqm	71.6	50.7	61.3	0.37
	Energy intensity	kWh/sqm	111.2	104.8	127.2	706
	Renewable energy consumption as % of total energy consumption	%	3.1%	4.5%	4.4%	3.3%
	Water withdrawal intensity	cu.m/sqm	1.0	0.7	0.8	3.57
	Recycled water as % of total water withdrawal	%	5.0%	6.0%	5.9%	2.1%
Waste diverted from landfill	%	5%	10%	28%	73.8%	
S	% of women in workforce	%	51.3%	49.2%	50.0%	64.5%
	% of women in management roles	%	31.6%	33.3%	31.8%	36.8%
	Lost time injury frequency rate (LTIFR)	case/1m hours	0.24	0.06	0.09	1.65
	Employee training hours	hours/person	11.00	25.0	10.0	30.20
	Voluntary turnover	%	8.8%	10.0%	15.7%	52.0%
G	Compensations to the top management as % of net profit	%	NA	0.8%	0.7%	1.3%
	CG score by the National CG Committee	%	>90%	>90%	>90%	>90%
	Independent directors on board	%	33%	33%	33%	38%
	Women directors on board	%	16.7%	16.7%	33%	6%

Qualitative Parameters (Score: 83)	
a) Is there an ESG policy in place? Is there a standalone ESG Committee or is it part of the Risk committee?	<i>Yes, there is an ESG policy in place, and there is a Corporate and Sustainability Committee that reports to the Audit and Corporate Governance Board Committee.</i>
b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?	<i>No.</i>
c) Does the company follow the TCFD framework for ESG reporting?	<i>Yes.</i>
d) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions? Which parameters are captured?	<i>Yes - purchased goods and services, wastes generated in operations, business travel, waste transportation, electricity sold to tenants, and LPG sold to tenants</i>
e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>1) increase the share of renewable energy to 20% of total energy consumption by 2030 (vs 4.9% in 2022), and ; 2) reduce the amount of waste sent to landfill in half (28% of the total waste diverted from landfill).</i>
f) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	<i>Yes, the company as part of its 2050 net zero target has committed to reforestation and biodiversity by joining the 1m trees movement across Thailand by 2030.</i>

Target (Score: 100)		
Particulars	Target	Achieved in 2022
Reduce Scope 1 & 2 emissions by 30% by 2030, base year 2019	-30%	23%
Increase the share of renewable energy as % of total energy consumption in 2030, base year 2019	20%	5%
Reduce energy consumption by 30% by 2030	-30%	9%
Waste diverted away from landfill by 50% by 2025	50%	28%
Increase share of water reuse to 30% by 2030	30%	6%
Certified green buildings at 20% of total assets	20%	2%
Net Zero GHG emission by 2050	Year 2050	N/A
Impact		
NA		
Overall Score: 72		
As per our ESG matrix, Central Pattana (CPN TB) has overall score of 72.		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	53	26
Qualitative	25%	83	21
Target	25%	100	25
Total			72

As per our ESG assessment, CPN has an established framework, transparent reporting, and tangible mid to long-term targets. The company's overall ESG score is 72, which is the second-highest score among the retailers under MST's coverage (behind HMPRO) and above Maybank universe's average ESG score of 50).

1. 3Q23E net profit to grow by 39% YoY

1.1 Strong retail, hotel and residential revenues to boost profit growth

We forecast 3Q23 net profit of THB4.0b (+39% YoY, +8% QoQ) on the back of THB11.8b revenue (+31% YoY, +9% QoQ). YoY revenue growth was driven by the decline in retail rental discount from 11% in 3Q22 to 3% in 3Q23E. QoQ growth drivers were: i) 1% increase rental income (higher revenue sharing from tenants); ii) 5% increase in hotel revenue (increases in hotel rooms and occupancy rates); and iii) 86% increase in residential transfers. The big jump in residential revenue stemmed from completions of two condos in May-Jun 2023 (THB1.9b project value) and two condos in 3Q23 (THB3.0b project value).

Fig 1: We forecast 3Q23 net profit of THB4.0b (+39% YoY, +8% QoQ) on THB11.8b revenue (+31% YoY, +9% QoQ)

Unit: (THBm)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	YoY	QoQ	9M23E	YoY%	FY23E	YoY%	9M23E as % of FY23E
Rental income from malls and office	8,133	8,729	8,958	9,474	9,552	17%	1%	27,985	21%	37,437	18%	75%
Revenue from hotels	252	337	353	368	386	53%	5%	1,107	90%	1,577	72%	70%
Revenue from residential transfers	627	1,143	670	1,023	1,900	203%	86%	3,593	108%	5,471	91%	66%
Total revenue	9,011	10,209	9,981	10,865	11,838	31%	9%	32,685	29%	44,485	25%	73%
Cost of services	-4,523	-5,047	-4,755	-5,274	-5,747	27%	9%	-15,776	21%	(21,677)	20%	73%
Gross profit	4,489	5,162	5,226	5,591	6,092	36%	9%	16,908	37%	22,808	30%	74%
SG&A	-1,537	-2,294	-1,756	-1,716	-1,750	14%	2%	-5,221	21%	(7,918)	20%	66%
Operating profit	2,951	2,868	3,470	3,875	4,342	47%	12%	11,687	45%	14,890	36%	78%
Other income	736	864	721	739	676	-8%	-9%	2,136	6%	3,527	21%	61%
Equity income	399	434	477	532	569	43%	7%	1,577	40%	1,713	10%	92%
EBIT	4,086	4,167	4,668	5,146	5,587	37%	9%	15,400	37%	20,129	31%	77%
Interest expense	-551	-601	-596	-663	-670	22%	1%	-1,930	20%	(2,804)	27%	69%
EBITDA	6,208	6,320	6,710	7,307	7,847	26%	7%	21,864	24%	24,182	13%	90%
EBT	3,536	3,566	4,071	4,483	4,917	39%	10%	13,470	40%	17,325	31%	78%
Income tax	-642	-651	-798	-769	-892	39%	16%	-2,460	34%	(3,123)	26%	79%
Minority interests	-22	-27	-27	-36	-40	82%	11%	-103	17%	(130)	14%	79%
Core profit	2,872	2,888	3,246	3,678	3,984	39%	8%	10,908	42%	14,073	33%	78%
Extra items	0	-109	0	0	0	NA	NA	0	na	0	-100%	NA
Net income	2,872	2,779	3,246	3,678	3,984	39%	8%	10,908	37%	14,073	31%	78%
EPS (THB)	0.64	0.62	0.72	0.82	0.89	39%	8%	2.43	37%	3.14	31%	78%
Ratio analysis												
Gross profit margin (%)	49.8	50.6	52.4	51.5	51.5			51.7		51.3		
EBITDA margin (%)	56.3	49.2	55.2	55.6	55.8			55.5		42.6		
SGA/Total revenue (%)	17.1	22.5	17.6	15.8	14.8			16.0		17.8		
Operating profit margin (%)	32.7	28.1	34.8	35.7	36.7			35.8		33.5		
Net profit margin (%)	31.9	27.2	32.5	33.9	33.7			33.4		31.6		
Core profit margin (%)	31.9	28.3	32.5	33.9	33.7			33.4		31.6		

Source: Company, MST

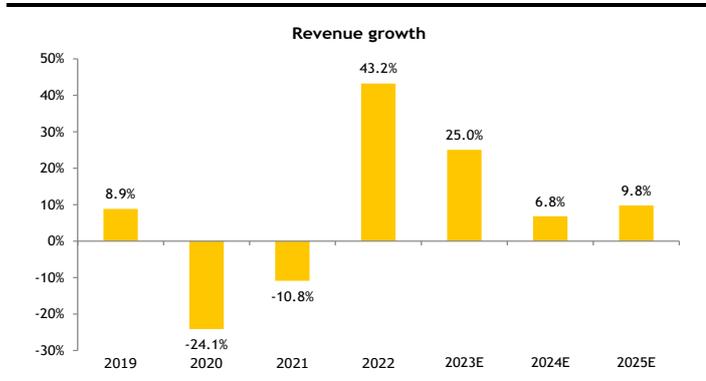
1.2 Strong hotel revenue growth

In 3Q23E, we expect retail-and-office/residential/hotel businesses to contribute 81%/16%/3% of revenue. We forecast 3Q23 hotel revenue of THB386m (+53% YoY, +5% QoQ) on the back of rising occupancy rate of exiting hotels and launches of new hotels. According to CPN, all six of the existing hotels, except for Hilton Pattaya (stable occupancy rate), saw QoQ increases in occupancy rates in 3Q23E.

In 3Q23E, the company launched two new hotels, Go! Hotel Si Racha (79 rooms) and Go! Hotel Chonburi (79 rooms), bringing the total number of rooms to 1,257 as of end-3Q23, up from 1,099 as of end-2Q23.

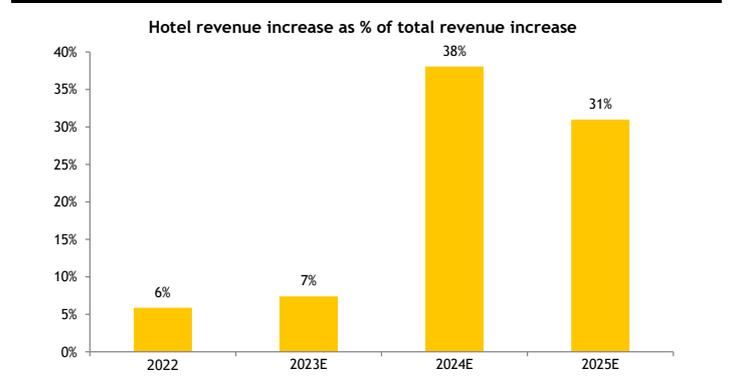
CPN plans to launch two more hotels, Centara Ayutthaya (200 rooms) and Centara One Rayong (200 rooms), resulting in 1,657 rooms as of end-2023 (vs 860 rooms as of end-2022).

Fig 2: Revenue growth



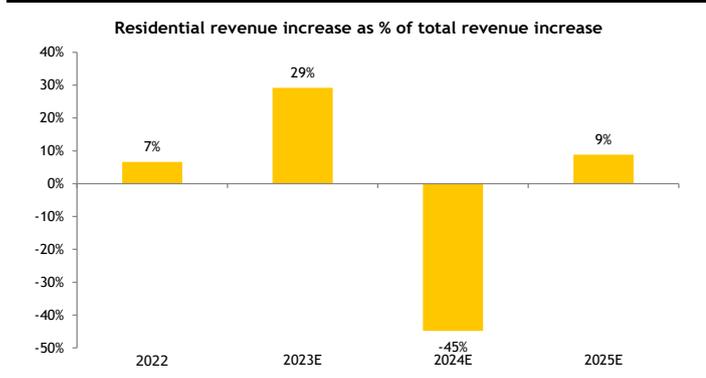
Source: Company, MST

Fig 3: Hotel revenue increase as % of total revenue increase each year



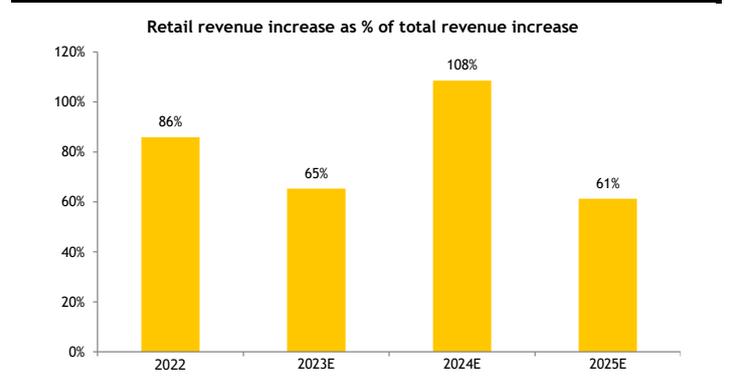
Source: Company, MST

Fig 4: Residential revenue increase as % of total revenue increase each year



Source: Company, MST

Fig 5: Retail revenue increase as % of total revenue increase each year



Source: Company, MST

Three hotel brands

CPN will develop hotels under three brands, Centara (upscale), Centara One (mid-scale), and Go! Hotel (premium budget). Centara and Centara One will be operated by Central Plaza Hotel (CENTEL TB, CP THB45.0, Non rated), which will collect management fees from CPN. On the other hand, CPN will operate hotels under the Go! brand and pay brand usage fee to CRC.

CPN and CENTEL, sister companies under Central Group, will focus on different market segments of the hotel industry. CPN will focus on hotel developments within walking distances to its shopping malls; most of CPN’s hotels will be in second-tier and third-tier cities, so the majority of the guests will be Thais. On the other hand, CENTEL will focus on hotel developments in first-tier cities and towns such as Bangkok, Phuket, Chiang Mai and Samui. Outside first-tier cities, CENTEL will offer hotel management services to other hotel owners, including CPN.

Fig 6: CPN will use three brands, Centara, Centara One and Go!, to build hotels near its shopping malls



- Full facilities hotels in big cities
- **Upscale target**
- New locations: Korat, Ayutthaya, Ubon Ratchathani

Number of hotels	Number of keys/location	Average daily room rate	Capex/key
4	160-220	Bt 2,000-2,500	Bt 3.0-3.2 mn



- Lifestyle **midscale** hotels in 2nd tier cities
- Work-from-anywhere and Business Leisure target
- New locations: Rayong, Chiangrai

Number of hotels	Number of keys/location	Average daily room rate	Capex/key
8	150-200	Bt 1,500-2,000	Bt 2.0-2.5 mn



- **Premium budget** hotels with value for money
- Mass market target
- New locations: Rayong, Sriracha, Chonburi

Number of hotels	Number of keys/location	Average daily room rate	Capex/key
25	80-120	Bt 700-1,000	Bt 1.0-1.3 mn

Source: Company, MST

2. Valuation and recommendation

2.1 Reiterate BUY on strong earnings outlook

We reiterate BUY on CPN due to: i) strong earnings outlook for 3Q23-4Q23E and FY24E; and ii) cheap valuation. We forecast 3Q23 core profit of THB4.0b (+39% YoY, +8% QoQ) thanks to ongoing recovery in the retail, hotel and residential businesses. Our DCF-based target price remains unchanged at THB75.0 (6.9% WACC, 2.9% terminal growth).

Our target price implies 23% upside from the market price. The potential re-rating catalyst is the street revising earnings forecasts upward.

Fig 7: We have a DCF-based TP of THB75.0 (6.9% WACC, 2.9% terminal growth rate) for CPN

Unit: THB m	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	...	2042E
Period for discounting		1	2	3	4	5	6	7	8		
EBITDA after tax	24,527	25,684	28,399	30,692	32,613	33,962	35,783	37,168	38,358		
- lease liabilities	-3,475	-3,753	-4,129	-4,459	-5,319	-5,478	-5,642	-5,812	-5,986		
- CAPEX in PPE and associates	-26,297	-21,997	-20,297	-18,097	-18,097	-17,997	-17,997	-17,997	-17,997		
+ decrease in RE dev from transfers to cost of sales	2,293	2,523	2,685	2,855	3,156	3,371	3,540	3,717	3,902		
- Residential CAPEX	-3,900	-3,700	-2,700	-3,639	-3,931	-4,166	-4,375	-4,594	-4,823		
Operating FCFE	-6,852	-1,243	3,958	7,352	8,423	9,691	11,308	12,483	13,454		830,670
										Terminal growth	2.9%
NPV of operating FCFE	139,013										
NPV of terminal value	233,889										
NPV of core operating assets	372,902										
	THB m	THB/sh									
NPV of core operating assets	372,902	83.1									
Investment (CPNREIT, CPNCG and others)	47,994	10.7									
Net debt	76,089	17.0									
Minority interests	8,418	1.9									
Fairly value of equity	336,388	75.0									<== target price
Number of shares (million)	4,488										
WACC calculation											
WACC	6.9%										
Cost of equity											
Rf	3.0%										
Market risk premium	7.4%										
Beta	1.0%										
Cost of equity	10.8%										
Equity weight	55.9%										
Cost of debt											
Pretax cost of debt	2.5%										
Marginal tax rate	20.0%										
Cost of debt	2.0%										
Debt weight	44.1%										

Source: Company, MST

2.2 Cheap valuation

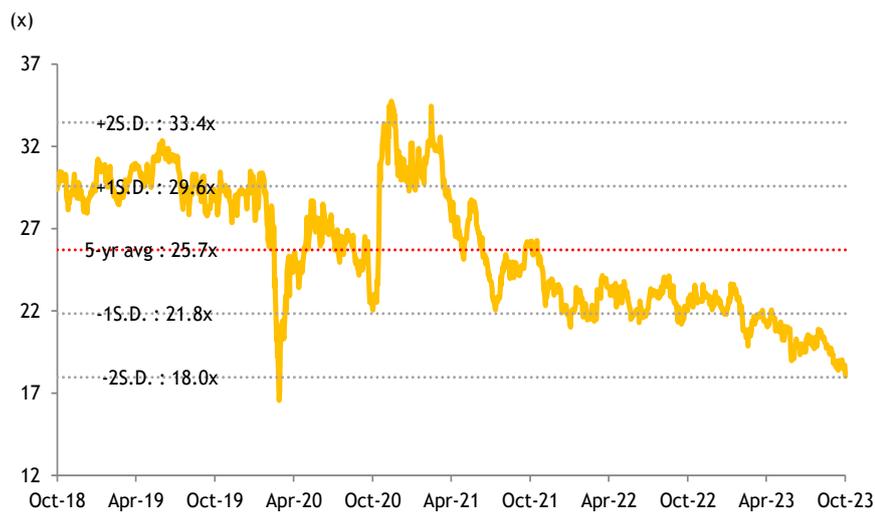
We raise FY23-25E earnings by 1% for each year after fine-tuning gross margin and SG&A expenses. Based on the new forecasts, CPN is trading at 18x FY24E P/E, 2 SD below the 5-year mean of 1-year-forward P/E of 26x. The last time the P/E ratio was 2 SD below the mean was in Mar 2020 (Covid-19 crash).

Fig 8: Changes in earnings forecasts

	Actual 2022	Current			Previous			% Changes		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Total revenue	35,575	44,485	47,521	52,182	44,485	47,521	52,182	0.0%	0.0%	0.0%
Shopping malls	15,453	17,058	18,498	19,780	17,129	18,498	19,780	-0.4%	0.0%	0.0%
Office buidings	373	390	384	378	390	384	378	0.0%	0.0%	0.0%
Hotels	277	536	922	1,399	536	922	1,399	0.0%	0.0%	0.0%
Residential transfers	2,870	5,471	4,111	4,522	5,471	4,111	4,522	0.0%	0.0%	0.0%
Gross profit	17,542	22,808	25,423	28,102	22,694	25,396	28,060	0.5%	0.1%	0.1%
% gross profit margin	49.3%	51.3%	53.5%	53.9%	51.0%	53.4%	53.8%	0.5%	0.1%	0.1%
SG&A	-6,618	-7,918	-8,459	-9,288	-8,007	-8,554	-9,393	-1.1%	-1.1%	-1.1%
Other income	1,553	1,897	1,986	1,236	1,897	1,986	1,236	0.0%	0.0%	0.0%
Equity income	1,560	1,713	1,663	2,017	1,713	1,663	2,017	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	11,542	15,294	17,183	18,149	15,132	17,085	18,032	1.1%	0.6%	0.6%
Interest expense	-2,204	-2,804	-3,265	-3,359	-2,804	-3,265	-3,359	0.0%	0.0%	0.0%
EBT	11,825	15,613	17,397	18,487	15,410	17,275	18,341	1.3%	0.7%	0.8%
Net profit	10,783	14,073	15,437	16,650	13,911	15,340	16,533	1.2%	0.6%	0.7%

Source: Company, MST

Fig 9: CPN is trading at 18x FY24E P/E, 2 SD below the 5-year mean of 1-year-forward P/E of 26x.



Source: SET, Company, MST

CPN is trading at 20x FY23E P/E, lower than the global retail peers' average of 28x. Also, the company's core EPS CAGR of 16% is slightly higher than the global retail average of 14%.

The situation is similar when we compare CPN to Thai peers. CPN's FY23E P/E of 20x is lower than Thai retail peers' average of 25x. CPN's core EPS CAGR of 16% is also higher than Thai retail average of 15%.

CPN is also cheaper than its sister company, CRC. CPN's FY23E P/E of 20x and 3-year core EPS CAGR of 16% imply a PEG ratio of 1.2x, lower than CRC's 1.5x (based on BB consensus).

Fig 10: Peer comparison

Ticker	Name	Rating	Price (LC)	Target price (LC)	Market Cap (USDm)	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)		EPS Growth (%)		3-year CAGR (FY 22-25E)
						FY 23E	FY 24E	FY 23E	FY 24E	FY 23E	FY 24E	FY 23E	FY 24E	Core EPS CAGR (%)
Europe/North America														
MKS LN	MARKS & SPENCER GROUP PLC		214.4	239.1	5,120	13.0	11.4	1.4	1.4	10.5	12.3	5.1	13.9	10.4
SBRY LN	SAINSBURY (J) PLC		255.0	276.9	7,292	11.4	12.2	0.7	0.8	6.2	6.6	(25.5)	(5.9)	(8.9)
TSCO LN	TESCO PLC		273.1	314.4	23,440	12.9	11.6	1.4	1.6	10.4	13.5	9.6	10.8	9.4
CA FP	CARREFOUR SA		16.4	19.8	12,254	9.7	8.1	1.0	0.9	10.3	11.4	(7.4)	19.8	9.1
CO FP	CASINO GUICHARD PERRACHON		1.0	0.1	117	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	4.0	98.9	(818.8)	na
OR FP	L'OREAL		393.2	423.1	221,184	32.2	29.4	7.2	6.4	22.9	22.7	13.9	9.7	10.6
ATD/B CN	ALIMENTATION COUCHE-TARD -B				51,548	na	na	na	na	23.7	22.6	14.5	4.2	9.8
BBY US	BEST BUY CO INC		66.1	83.1	14,388	10.0	10.6	5.1	4.5	51.6	45.4	(33.6)	(6.0)	(12.3)
WMT US	WALMART INC		161.8	178.1	435,414	26.5	25.0	5.5	5.2	19.0	20.1	24.6	5.9	13.3
HD US	HOME DEPOT INC		278.0	341.7	278,018	16.7	18.2	na	658.8	(541)	2,509	6.8	(8.4)	1.2
Europe/North America 'S AVERAGE					1,048,775	16.6	15.8	2.8	75.5	(38.5)	266.8	10.7	(77.5)	4.7
East Asia														
8267 JP	AEON CO LTD		3,096.0	2,546.7	17,999	98.1	83.0	2.7	2.7	2.6	3.2	310.9	18.2	82.4
4452 JP	KAO CORP		5,507.0	5,873.3	17,166	57.2	25.5	2.7	2.7	5.8	11.0	(47.2)	124.5	11.0
4912 JP	LION CORP		1,444.0	1,844.4	2,814	21.8	19.5	1.4	1.4	6.9	7.4	(13.8)	11.8	1.3
4911 JP	SHISEIDO CO LTD		4,932.0	7,216.0	13,201	54.5	28.5	3.2	3.0	6.3	11.2	6.3	91.3	37.8
3382 JP	SEVEN & I HOLDINGS CO LTD		5,414.0	6,813.8	32,218	16.9	19.4	1.4	1.4	9.1	7.3	35.6	(13.0)	15.3
004990 KS	LOTTE CORP		25,300.0	37,000.0	1,943	9.8	8.3			3.6	4.2	7.2	18.2	1.4
004170 KS	SHINSEGAE INC		171,200.0	280,368.4	1,247	5.2	4.6	0.4	0.4	7.7	8.2	(20.3)	14.5	1.5
002790 KS	AMOREPACIFIC GROUP		28,000.0	35,600.0	1,639	21.9	17.5	0.8	0.7	3.3	4.0	87.1	25.3	39.8
601933 CH	YONGHUI SUPERSTORES CO LTD-A		3.1	3.6	3,882	104.3	50.5	3.7	3.5	1.7	6.6	109.8	106.7	na
2912 TT	PRESIDENT CHAIN STORE CORP		256.5	304.8	8,237	24.1	22.1	6.9	6.5	29.8	31.0	19.4	9.3	11.9
East Asia ' AVERAGE					100,346	41.4	27.9	2.6	2.5	7.7	9.4	49.5	40.7	22.5
DFI SP	DFI RETAIL GROUP HOLDINGS LT		2.2	3.3	2,910	18.5	11.4	2.8	2.5	15.8	24.4	236.3	62.1	na
SINGAPORE'S AVERAGE					2,910	18.5	11.4	2.8	2.5	15.8	24.4	236.3	62.1	na
SEM MK	7-Eleven Malaysia Holdings	Hold	2.0	2.1	526	29.1	26.2	13.4	11.2	46.1	42.6	9.8	11.1	12.7
MALAYSIA'S AVERAGE					526	29.1	26.2	13.4	11.2	46.1	42.6	9.8	11.1	12.7
BJC TB	Berli Jucker	Buy	27.75	42.00	3,068	20.8	18.2	0.9	0.9	4.4	5.0	7.4	14.8	10.4
COM7 TB	Com7 PCL	Buy	27.25	37.00	1,804	19.1	16.1	7.4	5.7	38.6	35.5	13.3	18.2	16.6
CPALL TB	CP All	Buy	55.25	79.00	13,691	28.3	23.0	4.5	4.0	15.7	17.4	32.0	22.9	21.6
CPN TB	Central Pattana	Buy	61.00	75.00	7,552	19.5	17.7	3.0	2.7	15.2	15.2	32.8	9.7	16.3
CRC TB	CENTRAL RETAIL CORP PCL		38.25	50.08	6,361	27.8	22.5	3.4	3.0	12.9	14.3	15.7	23.5	18.5
GLOBAL TB	Siam Global House	Buy	15.30	17.70	2,111	27.5	23.6	3.3	3.0	11.7	12.7	(24.9)	16.3	(0.9)
HMPRO TB	Home Product Center	Buy	11.60	18.00	4,208	22.3	20.5	5.9	5.5	26.3	26.7	9.8	9.1	9.1
CPAXT TB	CP AXTRA PCL		28.00	36.85	8,097	31.8	25.0	1.0	1.0	3.1	3.9	19.6	27.4	21.2
MC TB	MC GROUP PCL		12.10	14.93	266	16.1	13.0	2.6	2.5	17.2	19.4	24.6	23.7	19.1
THAILAND'S AVERAGE					47,158	23.7	20.0	3.5	3.2	16.1	16.7	14.5	18.4	14.7
Global retail' average					1,199,715	27.8	21.5	3.3	25.6	(3.3)	96.1	31.6	(4.2)	13.9

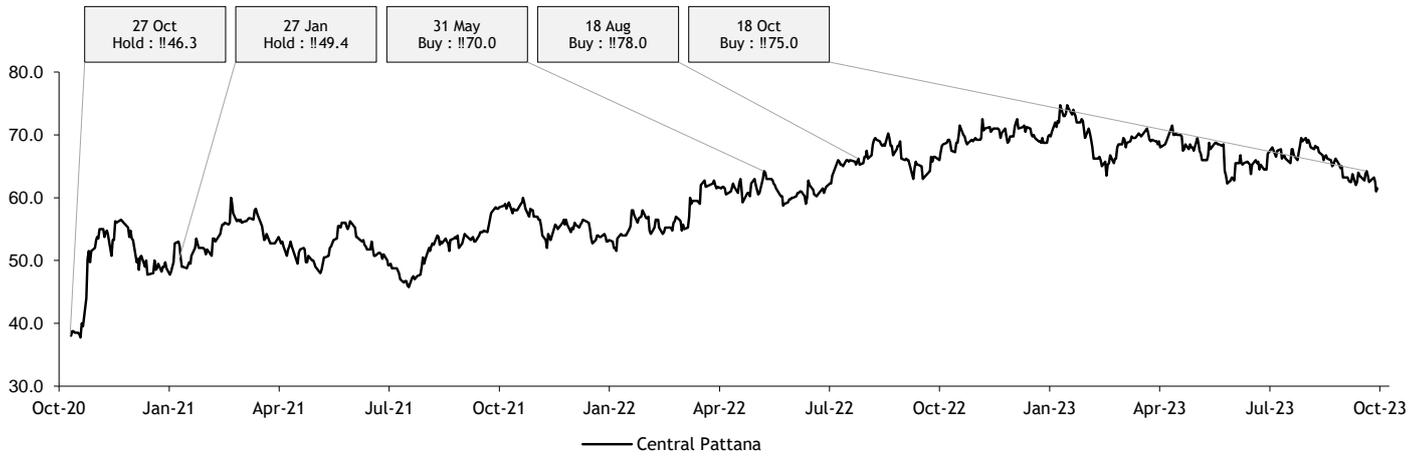
Note: * NR = Not Rated estimates and TP based on Bloomberg, Source: Maybank IBG, Bloomberg

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	33.4	26.1	19.6	17.9	16.6
Core P/E (x)	53.8	30.1	19.6	17.9	16.6
P/BV (x)	3.5	3.9	3.0	2.7	2.5
P/NTA (x)	3.5	3.9	3.0	2.7	2.5
Net dividend yield (%)	1.1	1.6	2.3	2.5	2.7
FCF yield (%)	nm	2.4	1.4	5.5	6.1
EV/EBITDA (x)	23.8	19.1	14.2	12.9	12.0
EV/EBIT (x)	55.6	32.1	21.5	19.0	17.6
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	24,840.0	35,574.6	44,485.1	47,520.7	52,181.9
EBITDA	14,188.2	20,988.4	25,480.1	28,006.8	29,381.8
Depreciation	(8,124.2)	(8,512.0)	(8,693.2)	(9,056.1)	(9,332.7)
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	6,064.0	12,476.4	16,786.9	18,950.7	20,049.1
Net interest income /(exp)	(369.0)	(651.5)	(1,174.2)	(1,553.6)	(1,561.8)
Associates & JV	704.0	1,559.6	1,712.6	1,662.7	2,017.5
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	2,629.0	(23.5)	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	9,028.0	13,360.9	17,325.3	19,059.8	20,504.8
Income tax	(1,798.0)	(2,486.7)	(3,122.5)	(3,479.4)	(3,697.5)
Minorities	(81.5)	(114.3)	(130.0)	(143.0)	(157.3)
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	7,148.5	10,759.9	14,072.7	15,437.4	16,650.0
Core net profit	4,712.5	10,593.9	14,072.7	15,437.4	16,650.0
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	6,057.2	6,120.7	6,838.3	5,911.1	5,741.6
Accounts receivable	4,202.6	2,942.7	1,367.1	1,499.8	1,645.4
Inventory	10,062.2	13,666.5	14,173.8	15,780.5	16,957.8
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	169,848.0	172,707.2	186,913.8	185,996.7	185,811.1
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	39,984.0	40,275.6	40,275.6	46,275.6	46,275.6
Other assets	33,266.9	36,979.2	42,073.9	44,285.3	46,611.5
Total assets	263,420.8	272,691.9	291,642.6	299,748.9	303,043.0
ST interest bearing debt	30,095.1	27,440.9	19,000.0	30,000.0	10,000.0
Accounts payable	707.6	1,274.2	1,737.7	1,745.4	1,973.8
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	50,684.0	52,304.0	65,000.0	52,000.0	64,000.0
Other liabilities	99,859.0	102,053.0	105,337.0	106,188.0	107,393.0
Total Liabilities	181,345.6	183,071.7	191,074.6	189,933.3	183,366.8
Shareholders Equity	73,102.3	81,474.9	92,292.8	101,397.5	111,100.7
Minority Interest	8,972.9	8,145.2	8,275.1	8,418.1	8,575.4
Total shareholder equity	82,075.2	89,620.2	100,568.0	109,815.7	119,676.1
Total liabilities and equity	263,420.8	272,691.9	291,642.6	299,748.9	303,043.0
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	9,028.0	13,360.9	17,325.3	19,059.8	20,504.8
Depreciation & amortisation	8,124.2	8,512.0	8,693.2	9,056.1	9,332.7
Adj net interest (income)/exp	583.6	292.3	(7.6)	(363.7)	(348.1)
Change in working capital	(3,112.5)	(1,922.1)	545.3	(3,103.0)	(2,201.7)
Cash taxes paid	(1,713.7)	(2,463.6)	(3,124.1)	(3,552.2)	(3,767.1)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	13,413.0	18,748.2	26,670.7	35,466.5	38,730.8
Capex	(14,745.0)	(11,178.0)	(22,897.0)	(20,297.0)	(21,997.0)
Free cash flow	(1,332.0)	7,570.2	3,773.7	15,169.5	16,733.8
Dividends paid	(3,141.6)	(2,692.8)	(5,161.2)	(6,332.7)	(6,946.8)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	1,158.2	0.0	0.0
Change in Debt	34,293.1	(1,034.2)	4,255.1	(2,000.0)	(8,000.0)
Other invest/financing cash flow	(32,987.2)	(3,779.8)	(3,308.1)	(7,764.0)	(1,956.4)
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	(3,167.7)	63.5	717.6	(927.2)	(169.4)

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	(10.8)	43.2	25.0	6.8	9.8
EBITDA growth	(14.6)	47.9	21.4	9.9	4.9
EBIT growth	(30.4)	105.7	34.5	12.9	5.8
Pretax growth	(23.3)	48.0	29.7	10.0	7.6
Reported net profit growth	(25.2)	50.5	30.8	9.7	7.9
Core net profit growth	(35.0)	124.8	32.8	9.7	7.9
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	57.1	59.0	57.3	58.9	56.3
EBIT margin	24.4	35.1	37.7	39.9	38.4
Pretax profit margin	36.3	37.6	38.9	40.1	39.3
Payout ratio	37.7	48.0	45.0	45.0	45.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	28.8	30.2	31.6	32.5	31.9
Revenue/Assets (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Assets/Equity (x)	3.6	3.3	3.2	3.0	2.7
ROAE (%)	10.1	13.9	16.2	15.9	15.7
ROAA (%)	1.9	4.0	5.0	5.2	5.5
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7
Net gearing (%) (incl perps)	91.0	82.2	76.7	69.3	57.0
Net gearing (%) (excl. perps)	91.0	82.2	76.7	69.3	57.0
Net interest cover (x)	16.4	19.1	14.3	12.2	12.8
Debt/EBITDA (x)	5.7	3.8	3.3	2.9	2.5
Capex/revenue (%)	59.4	31.4	51.5	42.7	42.2
Net debt/ (net cash)	74,721.9	73,624.2	77,161.7	76,088.9	68,258.4

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: Central Pattana (CPN 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 ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพเชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของการแนะนำ หรือเรียบบริยายสมบูรณจึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง 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" ที่เกิดขึ้น 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 ดัดแปลง 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) ในเรื่องกำกับกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว

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

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ 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 และเป็นผู้ออกใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange 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 อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 30 ตุลาคม 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 30 ตุลาคม 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

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	NETBAY	MODERN	PRIN	SIS	SIRIP	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